

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**Circolazione della ricchezza e informazioni significative:
il problema delle offerte pubbliche di acquisto**

di Giuseppe Carriero e Virginia Giglio



Numero 247 - Dicembre 1994

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**Circolazione della ricchezza e informazioni significative:
il problema delle offerte pubbliche di acquisto**

di Giuseppe Carriero e Virginia Giglio

Numero 247 - Dicembre 1994

La serie "Temi di discussione" intende promuovere la circolazione, in versione provvisoria, di lavori prodotti all'interno della Banca d'Italia o presentati da economisti esterni nel corso di seminari presso l'Istituto, al fine di suscitare commenti critici e suggerimenti.

I lavori pubblicati nella serie riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non impegnano la responsabilità dell'Istituto.

Il lavoro fa parte del progetto di ricerca sul mercato della proprietà e del controllo delle imprese promosso dalla Banca d'Italia. I risultati della prima fase della ricerca sono stati raccolti nel numero speciale dei "Contributi all'analisi economica" del 1994; quelli della seconda fase sono stati discussi nel corso di un convegno svoltosi a Roma nei giorni 24-25 marzo 1994. I rapporti conclusivi presentati in quella occasione sono pubblicati dalla casa editrice Il Mulino.

COMITATO DI REDAZIONE: *GIORGIO GOMEL, EUGENIO GAIOTTI, CURZIO GIANNINI, LUIGI GUIZO, DANIELE TERLIZZESE; SILIA MIGLIARUCCI (segretaria).*

**CIRCOLAZIONE DELLA RICCHEZZA E INFORMAZIONI SIGNIFICATIVE:
IL PROBLEMA DELLE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO**

di Giuseppe Carriero (*) e Virginia Giglio (**)

Sommario

Il lavoro prova a fornire un'interpretazione della recente complessa legge italiana sulle offerte pubbliche di acquisto e scambio di titoli coerente con obiettivi di efficiente allocazione della proprietà dell'impresa nell'ambito del mercato del controllo societario. Ciò, con precipuo riferimento a: 1) natura, modalità, tempi di trasmissione e significatività delle informazioni; 2) diritto dei contratti di compravendita e determinazione del prezzo d'acquisto. Anche attraverso il richiamo all'esperienza legislativa e giurisprudenziale statunitense, si delinea un'ipotesi di lettura della legge italiana in grado di favorire - a un tempo - un consapevole e autonomo processo di formazione della volontà da parte degli oblati e il rispetto della regola di correttezza. La "tenuta" di siffatta ratio ispiratrice è poi sottoposta a verifica riguardo a tre aree tematiche (accordi parasociali, rapporti di controllo e patti di sindacato, circolazione infragruppo) significative in termini di efficiente allocazione della proprietà quanto controverse sul piano interpretativo. Chiude il lavoro un paragrafo intitolato a taluni manifesti limiti della legge italiana.

(*) Banca d'Italia, Consulenza legale.

(**) Banca d'Italia, Filiale di Sassari.

Indice (*)

1. Introduzione e conclusioni	p.	7
2. Oggetto dell'indagine	p.	9
3. Il cosiddetto principio della parità di trattamento quale presupposto della disciplina legislativa: critica	p.	14
4. (segue): Lo statuto speciale della società quotata e la tipologia di OPA	p.	20
5. Esclusione del principio di parità di trattamento e applicazioni interpretative	p.	28
6. La <u>ratio legis</u>	p.	31
7. Il difficile equilibrio tra libertà d'iniziativa economica privata e <u>need of protection</u> dell'azionista esterno	p.	34
8. Quale tutela	p.	36
9. Conflitti tra offerente e management: il ruolo della clausola generale di correttezza	p.	44
10. Un esempio di neutralità: il Williams Act	p.	52
11. Informazione societaria e funzioni dell'Autorità di controllo	p.	58
12. Esercizi applicativi	p.	64
13. Offerte pubbliche di acquisto e accordi parasociali	p.	67
14. Rapporti di controllo e patti di sindacato	p.	82
15. Circolazione endogruppo del controllo	p.	94
16. Di taluni manifesti limiti della legge italiana ..	p.	101
Bibliografia essenziale	p.	109

(*) Sono di G. Carriero: paragrafi 1-11, nonché il paragrafo 16. Sono di V. Giglio: paragrafi 12-15.

1. Introduzione e conclusioni¹

L'Italia si è di recente dotata di una legge, la 149 del 1992, intitolata alla disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli. E' questa una legge complessa, confusa e di non facile interpretazione, che risente in misura considerevole dell'urgenza con la quale è stata approvata negli ultimi giorni della X legislatura. Ciò senza considerare il mancato coordinamento delle disposizioni in essa contenute con altri numerosi provvedimenti sul mercato dei valori mobiliari nel frattempo emanati in attuazione di direttive comunitarie.

L'episodio, che - sul piano più generale - corrobora il rilievo, altrove efficacemente espresso, secondo cui "il nostro è ormai un ordinamento inconoscibile, nel quale la legge abita universi lontani, perduti, inaccessibili e non di rado finisce per rimanere sconosciuta anche agli addetti ai lavori" (G. Marziale, Codice delle società, Milano, 1993), rende - sul versante della circolazione proprietaria - di fatto indispensabile il ricorso all'analisi giuridica onde comprendere gli impatti della legge italiana sui delicati meccanismi economici di efficienza allocativa.

E invero, se risulta ben difficile, in ogni ipotesi di ricerca avente a oggetto il mercato della riallocazione proprietaria dell'impresa, sottrarsi all'impatto con la problematica della disciplina (o, a seconda dei casi, della non disciplina) delle offerte pubbliche di titoli di parteci-

1. Gli autori ringraziano i prof.ri Guido Alpa, Floriano d'Alessandro, Piergaetano Marchetti e Roberto Pardolesi per la lettura critica del testo e per i preziosi suggerimenti, restando ovviamente unici responsabili per eventuali errori o omissioni, nonché per le opinioni espresse. Ringraziano altresì Fabrizio Barca, anche per le indicazioni tese a rendere di più diffusa intellegibilità nozioni ed espressioni prettamente giuridiche.

pazione al capitale, il confronto con l'ordinamento vigente si fa imprescindibile a fronte di una legge ermeneuticamente ambigua come quella italiana.

Obiettivo di questo lavoro è la individuazione della intima essenza della legge italiana sulle OPA con precipuo riferimento a due principali aree tematiche nelle quali la disciplina degli interessi in gioco segna i destini non dei soli contendenti e dell'azionariato esterno, ma della stessa impresa, e cioè quelle relative a : 1) natura, modalità, tempi di trasmissione e significatività delle informazioni; 2) diritto dei contratti di compravendita e determinazione del prezzo di acquisto.

La ricerca prova, pregiudizialmente, a fornire - sul piano sistematico - risposte alla domanda sul perché di una disciplina legale dell'OPA coerenti con i più generali principi di diritto societario e dei valori mobiliari, ai quali la legge italiana si ispira.

Viene, in particolare, contestato che la parità di trattamento tra gli azionisti assurga, nell'ordinamento, a principio generale del diritto delle società e che essa costituisca la ratio della legge in rassegna. Alla pars destruens, cui è prevalentemente dedicata la prima sezione (parr. 2-5), segue, con la seconda (parr. 6-11), una ipotesi di rilettura del provvedimento legislativo in chiave di strumento atto a garantire l'efficiente allocazione della proprietà della grande impresa in quanto in grado di favorire, da un lato, un consapevole e autonomo processo di formazione della volontà da parte dell'azionista nella scelta di vendere e, dall'altro, il rispetto della regola di correttezza.

La auspicata effettività del principio di fairness, esteso anche a ipotesi di comportamenti reticenti, viene

subordinata alla rimozione delle principali asimmetrie informative a opera sì del legislatore ma, soprattutto, dell'autorità di controllo, cui compete, o dovrebbe competere, tanto la cura della qualità dell'informazione, quanto quella dell'accertamento della veridicità della stessa. Costante è, in questa parte del lavoro, il riferimento all'esperienza legislativa e giurisprudenziale statunitense in ordine a fattispecie aggressive o difensive atte ad alterare le regole del gioco.

Ricostruita, in questi termini, la ratio ispiratrice della disciplina legale dell'OPA, si prova, infine, a verificare la ricaduta riguardo alla legge italiana su tre tematiche (rispettivamente, accordi parasociali, rapporti di controllo e patti di sindacato, circolazione infragruppo) significative in termini di efficiente allocazione della proprietà quanto controverse sul piano interpretativo. Chiude il lavoro un ultimo paragrafo intitolato a taluni manifesti limiti della legge italiana.

2. Oggetto dell'indagine

Muovere, nell'ambito di una ricerca sul ruolo delle offerte pubbliche di acquisto di titoli di partecipazione (d'ora innanzi: OPA) nel mercato della riallocazione proprietaria, dalla individuazione delle cause sottese alla disciplina legale del fenomeno potrebbe, forse non a torto, apparire come la riproposizione dell'ennesimo esercizio teorico fuorviante, se non del tutto inutile, rispetto a problemi che attendono soluzioni giuridiche certe piuttosto che indagini euristiche sull'essenza di precetti comunque esistenti e perciò vincolanti.

Fuorviante in quanto si tratta di conoscere come la norma operi e non perché operi. In ogni caso, inutile, a

fronte dell'ampio consenso che ha, in Italia, accompagnato la promulgazione di una legge (la 149 del 1992) da tempo attesa onde finalmente ravvicinare il nostro agli altri paesi industrializzati quanto a efficienza allocativa del controllo sull'impresa e a riconoscimento della par condicio tra gli azionisti².

Senonché, per poco che si rifletta, i due concetti innanzi enunciati, lungi dal costituire espressione di un'unica realtà, sottendono ipotesi teoriche, giudizi di valore e forse anche connotazioni ideologiche affatto dicotomiche, tra loro in aperto contrasto.

-
2. In dottrina, prima della legge 149 del 1992, cfr. G. Niccolini, Offerta pubblica di acquisto (OPA), in Enciclopedia del diritto, Milano, 1979, pp. 766 ss.; A. Astolfi, Offerta al pubblico di acquisto (OPA), in N. Irti (a cura di), Dizionario del diritto privato, Milano, 1981, vol. XXIX; S. Pescatore, Offerta pubblica di acquisto di azioni e obbligazioni, in Novissimo digesto italiano, Torino, 1984, Appendice, pp. 377 ss. Del problema OPA con riferimento a iniziative comunitarie trattano principalmente G. Ferrarini, Le direttive comunitarie in tema di mercato mobiliare, in "Banca, borsa e titoli di credito", 1983, I, pp. 101 ss., e D. Corapi, La direttiva Cee sull'OPA: il commento degli Ordini forensi della Cee al progetto preliminare del 1987, in "Rivista delle società", 1988, pp. 1342 ss. Dopo la legge, cfr. i primi commenti di F. Annunziata, La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio dei titoli, in "Le società", 1992, pp. 589 ss; F. Di Maio, Prime osservazioni sui regolamenti Consob in materia di OPA, ivi, pp. 1290 ss. Commenti entusiastici alla legge compaiono sulla stampa quotidiana dell'epoca. Cfr., per tutti, A. Donati, Con l'OPA il risparmiatore recita da "protagonista", ne "Il Sole 24 Ore", 10 febbraio 1992, p. 5; M. Calderoni, L'OPA diventa obbligatoria anche in Italia, ivi, 1° febbraio 1992, p. 1. Più di recente, cfr. S. Seminara, Le fattispecie sanzionatorie nella legge 18 febbraio 1992, n. 149, sulle offerte pubbliche, in "Giurisprudenza commerciale", 1994, I, pp. 35 ss.; N. Abriani, OPA incrementale, OPA successiva e esecuzione delle operazioni infragruppo, ivi, pp. 80 ss.; P. Benazzo, I presupposti dell'OPA preventiva, ivi, pp. 116 ss.

E' noto che, da un lato, la tecnica di acquisizione del controllo attraverso offerta pubblica di acquisto (c.d. tender offer) dei titoli di partecipazione rivolta a tutti gli azionisti, per lo più condizionata quantitativamente e temporalmente, anche se ostile o aggressiva (take-over bid), rappresenta, per una scuola di pensiero formatasi prevalentemente oltre oceano con le categorie di law and economics³, il principale tra i meccanismi che possono garantire l'efficienza della grande impresa. Ciò principalmente in quanto essa consente il ricambio del controllo nelle cosiddette "società letargiche o società necropoli"⁴, nonché, più in generale, nelle imprese sottoutilizzate rispetto alle opportunità di mercato. Le stesse scalate aggressive, quand'anche semplicemente minacciate, scuoterebbero dal torpore dirigenti distratti o sonnolenti, migliorandone la condotta e, con questa, i destini dell'impresa e degli azionisti. In sintesi, nel favorire il ricambio manageriale, le offerte pubbliche promuoverebbero l'efficienza del mercato allocativo della proprietà dell'impresa e dell'intero sistema economico. Ne conseguirebbe la loro incondizionata meritevolezza di tutela, al punto che il problema si sposterebbe sulla liceità o no di tecniche difensive rispetto alla scalata.

Di tale impostazione teorica, altra autorevole dottrina contesta quasi tutto. L'OPA non sempre provoca efficienze allocative nella proprietà dell'impresa, visto che

-
3. Principalmente, H. G. Manne, Mergers and the Market for Corporate Control, in "Journal of Political Economy", 1965, pp. 110 ss. In termini non dissimili cfr., successivamente, F. H. Easterbrook e D. R. Fischel, The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, in "Harvard Law Review", 1981, pp. 1161 ss.; Id., Corporate Control Transactions, in "Yale Law Journal", 1982, pp. 698 ss.
 4. La suggestiva espressione è di A. Mignoli, Riflessioni critiche sull'esperienza italiana dell'OPA: idee, problemi, proposte, in "Rivista delle società", 1986, p. 2.

in casi punto marginali favorisce solo la scalata di società da parte di raiders affatto disinteressati alle sorti di questa. Fusioni successive all'acquisizione del controllo della società bersaglio (target) con quella dell'offerente, smembramenti della target e altre tecniche simili testimonierebbero la bontà dell'assunto. In capo all'azionista di minoranza, l'assenza di una protezione legale determina inoltre un danno ritenuto per lo più ingiusto, consistente nella impossibilità di profittare della opportunità offerta all'azionista di controllo di alienare il proprio pacchetto a un prezzo unitario decisamente superiore rispetto a quello medio di mercato del titolo⁵. Da ciò la necessità dell'intervento del "braccio violento della legge" onde garantire parità di trattamento a tutti gli azionisti e riaffermare il market egalitarianism⁶ così clamorosamente alterato.

Non senza aver preliminarmente rilevato che di tali due scenari, per ora volutamente descritti in bianco e nero, il secondo appare più fortemente impresso nell'immaginario collettivo, avendo il carattere ostile dell'OPA "offuscato tutti gli altri"⁷, è di tutta evidenza, da quanto esposto, la difficoltà di rinvenire una via di mezzo tra tali estremi, evitando posizioni manichee tese a privilegiare solo uno o l'altro dei punti di vista considerati. Ciò segnatamente ove tali posizioni, lungi dal rappresentare la sintesi di concre-

5. Cfr. sul punto principalmente P. Montalenti, La legge italiana sulle offerte pubbliche: prime riflessioni, in "Giurisprudenza commerciale", 1992, I, p. 835; R. Weigmann, voce Offerte pubbliche di acquisto (OPA), in Enciclopedia giuridica, Roma, Istituto della Enciclopedia Italiana, 1990, vol. XXI.

6. L'espressione, che sintetizza un po' spregiativamente la parità di trattamento tra gli operatori, appartiene a L. Loss, The Fiduciary Concept as Applied to Trading by Corporate Insiders, in "The Modern Law Review", 1970, vol. 33, p. 34.

7. Così Mignoli, Riflessioni critiche cit., p. 1.

te valutazioni di vantaggi e rischi allocativi, si caratterizzano in chiave prevalentemente ideologica⁸.

In ogni caso, sgombrato il campo dall'equivoco che efficienza allocativa e parità di trattamento costituiscano aspetti complementari facilmente coniugabili, vale la pena di osservare, per quanto ci occupa, che il perseguimento del primo obiettivo si manifesta, in Italia, di significativo rilievo, vista la concentrazione della proprietà dell'impresa privata all'interno di poche famiglie⁹. Difatti, "il prevalere di modelli di proprietà chiusi per le imprese è certamente un ostacolo alla flessibilità della struttura industriale del Paese. Il modello di sviluppo finanziario ha assecondato il desiderio - diffusissimo presso i medi imprenditori italiani - di mantenere un rigido controllo azionario sulle proprie aziende. Ciò, legando troppo strettamente la vita delle imprese a quella del fondatore e dei suoi immediati discendenti, rappresenta un ostacolo allo sviluppo in senso manageriale delle stesse, e quindi alla loro crescita al di là di una certa soglia dimensionale; rende estremamente esiguo il 'mercato di aziende', il che spiega la scarsissima diffusione della cosiddetta crescita esterna, attraverso fusioni e acquisizioni; sottrae al sistema economico il meccanismo di controllo sull'uso efficiente delle risorse costituito dalla verifica, da parte del mercato, della validità del management, anche attraverso le scalate azionarie (take over bids)".

8. Cfr., al riguardo, il dibattito economico riassunto da M. Bianco, Il controllo nella public company, in Banca d'Italia, Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici e istituzionali, Roma, 1994, pp. 71 ss.

9. Cfr. le considerazioni esposte, in chiave economica, da F. Barca, Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese: ostacoli, intermediari, regole, ivi, pp. 11 ss.

A dette preoccupazioni, autorevolmente espresse¹⁰, si accompagnano quelle di fare in modo che l'imponente processo di privatizzazione delle aziende in mano pubblica, che lo Stato si accinge a effettuare, non sancisca l'omologazione dell'esistente ma schiuda, in prospettiva, possibilità di assegnare la proprietà della società a imprenditori la cui competenza e capacità siano soggette a riconoscimento da parte dell'unico giudice a ciò deputato, vale a dire dal mercato.

In tal guisa, la domanda sul perché disciplinare l'OPA, lungi dal manifestarsi superflua o inutile, costituisce l'inevitabile presupposto logico del censimento degli interessi in gioco, la corretta individuazione dei quali sola consente di interpretare la legge in maniera conforme alla sua intima ratio. Unico ma decisivo limite a ciò essendo, all'evidenza, costituito dalla improponibilità di soluzioni ermeneutiche il cui effetto consista nella individuazione di vincoli al trasferimento del controllo dell'impresa di spessore tale da sancire la sostanziale cristallizzazione della proprietà, il primato della inefficienza allocativa e la negazione del mercato.

3. Il cosiddetto principio della parità di trattamento quale presupposto della disciplina legislativa: critica

E', nell'ambito della letteratura giuridica, opinione largamente diffusa quella che la disciplina legale dell'offerta pubblica d'acquisto sia principalmente volta a favorire (rectius, a ripristinare) la parità di trattamento tra gli azionisti. Ciò in quanto il principio di uguaglianza tra tutti i soci verrebbe inevitabilmente leso laddove si consen-

10. Ministero del Tesoro, Il sistema creditizio e finanziario italiano: Relazione della Commissione di studio istituita dal Ministro del Tesoro, Roma, 1982, p. 42.

tisse al (ai) solo (i) detentore (i) del pacchetto azionario di controllo di fruire della possibilità di alienare i propri titoli al prezzo unitario medio superiore a quello di mercato fissato dall'offerente nella proposta d'acquisto¹¹.

Di siffatto principio è generalmente predicata l'esistenza nella disciplina generale del diritto delle società. Sicché oggi "si registra largamente la tendenza a estenderne il campo di applicazione dall'interno del contratto di società all'esterno, dalla compagine sociale al ceto dei risparmiatori e potenziali investitori", tanto che "è alla luce di questa stella polare che si affrontano problemi quali quelli delle offerte pubbliche di acquisto o di vendita, dell'insider trading, della cessione di pacchetti di controllo e così via"¹². Ho altrove, con riferimento alla problematica dell'abuso di informazioni riservate, avvertito, restando nella metafora, "che questa specie di 'stella polare', di cui da tutti è proclamata l'esistenza, non è detto che si trovi per tutti nello stesso punto del cielo, col rischio allora che, anziché fungere da guida, finisca per disperdere i

-
11. La centralità di questo principio in sede OPA è ritenuta da pressoché tutta la dottrina italiana fin qui menzionata, alla quale adde ora F. Chiappetta e M. Tofanelli, Informazione societaria e mercato mobiliare, Milano, 1993, p. 85. Voci di dissenso constano solo in A. Mignoli, Cessione del controllo e OPA nel nuovo diritto brasiliano, in "Rivista delle società", 1978, pp. 552 ss., e in G. E. Colombo, La cessione dei pacchetti di controllo: considerazioni per una discussione, ivi, p. 1443. In termini più sfumati Weigmann, Voce Offerte cit. e La nuova legge italiana sulle offerte pubbliche, in "Banca, borsa e titoli di credito", 1992, I, pp. 428 ss.
12. F. D'Alessandro, La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti, in "Rivista delle società", 1987, p. 3.

naviganti"¹³.

Analoga cautela sento di dover esprimere in questa sede, pena altrimenti la possibilità di equivoci e incongruenze interpretative di consistente spessore.

Intanto, vale la pena considerare, insieme alla migliore dottrina di diritto societario, che di tale principio non v'è traccia espressa nell'ambito del codice civile. L'art. 2348, nel prescrivere che "le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti", altro non sancisce se non l'uguaglianza delle azioni, non certo degli azionisti. Ne deriva che "come ogni lira è uguale a un'altra, così ogni azione emessa a fronte di un uguale conferimento" non può non contenere "uguali diritti e poteri, irrilevante per definizione dovendo restare ogni differenza che non possa ricondursi o commisurarsi a una diversa quantità di conferimento"¹⁴. Ciò del resto in omaggio a un criterio di rigida proporzionalità, che è in sé peraltro espressione di una regola di uguaglianza: quella relativa. Il rapporto tra uguaglianza delle azioni e principio di parità di trattamento opera dunque nel senso che la prima sancisce la parità dei diritti e degli obblighi degli azionisti, il secondo assume il diritto alla parità tra gli azionisti. Trattasi, all'evidenza, di cose tra loro ben diverse.

E, d'altronde, qualora anche della cennata disposizione civilistica si riuscisse a fornire una lettura idonea a rinvenire in essa l'affermazione del diritto alla parità, non

13. Cfr. G. Carriero, Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading, Milano, 1992, p. 35, al quale testo si rinvia per ulteriori riferimenti sull'enunciato principio con riferimento alla tutela dall'abuso di informazioni riservate.

14. D'Alessandro, La seconda direttiva cit., p. 4.

si riuscirebbe comunque a giustificare il perché siffatto principio debba valere unicamente nei confronti della società per azioni e non, ad esempio, della società a responsabilità limitata.

In realtà, il processo di astrazione sotteso alla personificazione della società suppone, nella società per azioni, la totale spersonalizzazione dei singoli soci e l'assunzione del capitale e delle sue frazioni (le azioni) come misura esclusiva dei diritti e degli obblighi di ciascuno. Al punto che ogni collegamento tra valore del patrimonio della società e suoi titoli rappresentativi è reciso, visto che "il trasferimento delle azioni di una società significa soltanto trasferimento di diritti inerenti alla qualità di socio, dei quali l'azione è titolo rappresentativo, e non ha riflesso alcuno sul patrimonio della società"¹⁵, segnatamente riguardo all'evizione relativa alla consistenza e al valore del patrimonio.

Ciò, del resto, coerentemente con l'attribuzione all'azione della natura di titolo rappresentativo. Sicché, il diritto di godimento e di disposizione (id est, il diritto di proprietà) non può qui non atteggiarsi nel senso che ogni

15. Cass., 14 febbraio 1963, n. 325, in "Giustizia civile", 1963, I, p. 747, conforme del resto alla dominante giurisprudenza della Suprema Corte in materia. Per una interessante disamina della problematica in parola, cfr. F. Bonelli, Giurisprudenza e dottrina su acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento, in F. Bonelli e M. De André (a cura di), Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento, Milano, 1990, pp. 7 ss., che colma una lacuna sicuramente vistosa, atteso che "malgrado l'oggettiva importanza economica delle acquisizioni di società o di pacchetti azionari di riferimento, è singolare che in Italia non esista una monografia su questo argomento, che gli articoli siano rari e per lo più risalenti agli anni tra il 1930 e il 1950, che la stessa giurisprudenza - ordinaria e arbitrale - sia scarsa e limitata ad alcuni problemi" (p. 5).

socio ha, in proporzione alle azioni possedute, uguali diritti patrimoniali e corporativi nei confronti della società e un uguale potere dispositivo del proprio bene-azione. Ma, come ogni proprietario ha diritto di alienare il proprio bene al prezzo convenuto con controparte, che può, ma non deve, necessariamente, corrispondere al prezzo dello stesso bene ceduto da altro proprietario, così ciascun socio ha uguale diritto ad alienare l'azione, ma non certo a ottenere lo stesso corrispettivo che altri ottenga. Pena, altrimenti, la negazione della regola posta, oltre che dello stesso diritto di proprietà, e la preclusione a concepire ogni mercato relativo ai beni considerati.

Questo naturalmente non esclude affatto l'esistenza di problematiche in qualche modo afferenti la violazione dell'assetto degli interessi originariamente convenuto in sede di conclusione del contratto di società, né di repressione di possibili abusi, né, infine, di giustizia distributiva¹⁶. L'esempio, altrove emblematicamente proposto in guisa di paradosso¹⁷, dell'intrinseco limite al principio maggioritario, che esclude la possibilità che Tizio e Caio, andati a cena insieme a Sempronio, possano a maggioranza deliberare che paghi il conto il solo Sempronio, costituisce di ciò, sul piano concettuale, cospicua dimostrazione. Non meno significativo, sotto il versante dei reali bisogni di tutela che si agitano in materia societaria, è il campionario delle possibili fattispecie in cui si fa pressante l'affermazione di un "diritto alla parità", visto che la norma sul conflitto di interessi non sempre appare in grado di assolvere, da sola, a tali finalità.

16. E cfr., sul punto, le lucide riflessioni di G. Oppo, Eguaglianza e contratto nella società per azioni, in "Rivista di diritto civile", 1974, I, p. 629.

17. Ancora D'Alessandro, La seconda direttiva cit., p. 10.

Il rinvio all'analisi compiuta dalla letteratura giuridica innanzi richiamata è, a tale proposito, doveroso.

La emersione di siffatte problematiche, tuttavia, non dimostra punto la esistenza del richiamato principio né, ad avviso di chi scrive, la necessità di colmare la eventuale lacuna in via legislativa. Ciò in quanto, versandosi in ipotesi per la gran parte sussumibili nel più generale paradigma del diritto dei contratti, ancorché "di organizzazione" e non di scambio, "il discorso tende sostanzialmente a identificarsi con la tradizionale indagine riguardo al ruolo che si ritenga possibile riconoscere nella nostra materia a concetti generalissimi come quelli di buona fede e abuso del diritto"¹⁸. Il tentativo, altrove compiuto¹⁹, di fornire soluzione al problema dell'insider trading attraverso queste collaudate categorie giuridiche senza passare per l'ambiguo market egalitarianism non può che costituire di ciò conferma ove si rifletta sulla circostanza che nel settore del diritto dei valori mobiliari, come di seguito verrà evidenziato, maggiori sono le esigenze di ricorrere a formule siffatte.

Riguardo poi a quei casi in cui l'attentato all'assetto reciproco degli interessi non avvenga in via diretta ma, per così dire, obliqua, sicché difficile si manifesti il ricorso ai richiamati principi di fairness, vale la pena rammentare che la possibile soluzione non risiede nella parità di trattamento ma, in via strutturale, nella modifica della regola del gioco maggioritaria, se è vero che "non è possibile concedere che a colui sul quale grava un rischio al 50,1 per cento spetti il controllo al cento per cento sulle

18. La perspicua osservazione, che si condivide senza riserve, è di C. Angelici, Parità di trattamento degli azionisti, in "Rivista di diritto commerciale", 1987, p. 13.

19. E cfr. Carriero, Informazione, mercato cit., segnatamente pp. 19 ss.

nomine degli amministratori e dei manager della società"²⁰.

Ma, su ciò, oltre che difficile, il discorso si fa scivoloso e forse scarsamente pertinente al tema oggetto delle presenti riflessioni. Basti averlo qui evocato al solo fine di chiarire i termini del dibattito.

4. (segue): Lo statuto speciale della società quotata e la tipologia di OPA

Il principio della parità di trattamento trova una sua espressa consacrazione legislativa allorché la società sconti la quotazione in borsa dei propri titoli, sollecitando così il pubblico risparmio.

L'art. 4 ter, introdotto sotto l'art. 1 della legge 7 giugno 1974, n. 216, recante disposizioni relative al mercato mobiliare, dall'art. 3 del d.lgs. 27 gennaio 1992, n. 89, lo prevede espressamente. Dispone invero la norma che le società con titoli quotati "devono assicurare il medesimo trattamento a tutti i portatori dei loro titoli quotati in borsa che si trovino in condizioni identiche".

La legge italiana sull'OPA (149 del 1992), dal suo canto, dispone, al comma 2 dell'art. 19, che "l'offerta deve essere rivolta a parità di condizioni a tutti gli azionisti di una stessa categoria, o a tutti i titolari di obbligazioni convertibili della società i cui titoli sono oggetto dell'of-

20. P. G. Jaeger, Gli azionisti: spunti per una riflessione, in "Giurisprudenza commerciale", 1993, p. 34, che icasticamente rileva come "lo scontro tra azionisti di maggioranza e di minoranza rappresenta per il diritto societario quello che è per i films western la lotta tra uomini bianchi e indiani americani. Uno, o l'altro, degli avversari può risultare, secondo le preferenze e i pregiudizi soggettivi, simpatico od odioso, ma il risultato finale del conflitto è molto di rado in dubbio" (p. 31).

ferta", e cioè, ancora una volta, della società quotata (arg. ex art. 10).

Le disposizioni in rassegna, tuttavia, lungi dal poter in qualche modo confortare l'ipotesi della vigenza di un principio della specie sul piano del diritto comune delle società, costituiscono la più evidente riprova della sua inesistenza.

Intanto, viene facile osservare che se un siffatto principio già esistesse, le norme ora richiamate sarebbero in forte odore di tautologia. L'argomento interpretativo a contrario costituisce riprova dell'assunto.

Inoltre, e non a caso, l'art. 4 ter d.lgs. 89 del 1992 sancisce il principio di uguaglianza facendo espresso riferimento non agli azionisti, ma ai portatori di titoli quotati²¹. Seppure, di fatto, possa esservi coincidenza tra le categorie, l'elemento semantico tradisce l'intenzione del legislatore di approntare una particolare tutela al portatore dei titoli non in quanto azionista, ma in quanto espressione di un interesse pubblico.

Infine, con riferimento alla disciplina sull'OPA, risulterebbe difficilmente intellegibile la limitazione della stessa alle sole società quotate ove siffatto principio fosse riferibile agli azionisti di tutte le società di capitale.

Il sospetto che gradualmente si fa strada è che la genesi di queste disposizioni risieda non già nell'esigenza di tutelare l'azionista minoritario debole, quanto piuttosto in quella di assicurare il buon funzionamento del mercato mobiliare, avendo quale obiettivo quello della "difesa delle

21. Così, correttamente, Weigmann, La nuova legge italiana cit., p. 430.

virtù della borsa"²². Invero, il doppio prezzo dei titoli che inevitabilmente si manifesta ogni qual volta ricorra un'OPA, e cioè il prezzo offerto dal proponente e quello ufficiale di listino, costituirebbe un sicuro vulnus alla fiducia del pubblico nelle capacità del mercato di riflettere l'esatto valore delle azioni. Non a caso, tra le principali funzioni dei moderni mercati dei valori mobiliari²³, quella di assicurare la pronta convertibilità dei titoli negoziati in denaro contante a una valutazione che possa definirsi equa ne costituisce una tra le più significative²⁴.

Ciò spiega la proporzionale distribuzione del cosiddetto "premio di maggioranza" tra tutti gli azionisti (pro rata rule) nell'ambito delle sole società quotate, atteso che, fuori da tale fattispecie, appare di converso giustificato il "premio" in capo all'azionista di controllo in considerazione dei costi sopportati per acquisirlo, nonché della comune legge di mercato, per cui il valore complessivo di una universitas è superiore, di regola, alla sommatoria dei singoli beni che la compongono²⁵. Spiega altresì perché la protezione dei soci minoritari in contesti non meno

22. Ibid., p. 436.

23. Nozione questa notoriamente polivoca. Sul punto, cfr. F. Carbonetti, Che cos'è un valore mobiliare, in "Giurisprudenza commerciale", 1989, I, pp. 280 ss.; G. Ferrarini, I nuovi confini del valore mobiliare, ivi, pp. 741 ss.; F. D'Alessandro, La "trasparenza" della proprietà azionaria e la legge di riforma della Consob, ivi, 1986, I, pp. 327 ss.

24. Cfr. Carriero, Informazione, mercato cit., p. 1.

25. Montalenti, La legge italiana cit., p. 836, che richiama il citato saggio di Colombo, La cessione dei pacchetti di controllo, p. 1443. A tale riguardo, vale la pena di osservare che il maggior valore dell'impresa rispetto a quello di mercato deriva dal fatto che una società non vale di più "di per sé", ma in quanto controllata da un proprietario che non sfrutta appieno le sue potenzialità.

rilevanti dell'OPA quanto a meritevolezza di tutela (e penso, in particolare, ai gruppi di società), non abbia luogo.

E' d'altronde nota la progressiva emersione della fisionomia di società a statuto speciale della corporation con azioni largamente diffuse tra il pubblico. Tanto che le riflessioni della letteratura sul punto, da quelle di A. Berle e G. Means²⁶ in poi, lungi dal costituire patrimonio conoscitivo di soli iniziati, sono ormai entrate a far parte del bagaglio culturale comune di fine secolo.

Le relative cause, comunemente rinvenute nell'esigenza di regolamentare fenomeni capaci di mobilitare enormi mezzi di finanziamento come di determinare paurosi tracolli finanziari e di tutelare l'acquirente dei titoli di partecipazione di queste società il quale, in quanto caratterizzato più che dalla mentalità di azionista da quella di risparmiatore rappresenta, in tale veste, "la più credibile approssimazione all'interesse pubblico"²⁷, appaiono comunque ben distanti da modifiche delle regole del gioco di diritto societario tese ad assicurare maggiore protezione all'azionista esterno in quanto tale. Il nesso eziologico è nel senso che lo statuto speciale della società quotata costituisce lo strumento per la realizzazione di finalità pubblicistiche generali, non certo il contrario.

-
26. Il rinvio è al noto Modern Corporation and Private Property; trad. it.: Società per azioni e proprietà privata, Torino, 1966. Una recente dottrina economica (F. Barca, Impresa in cerca di padrone: proprietà e controllo nel capitalismo italiano, Bari, 1994) pone opportunamente in evidenza come il concetto di separazione tra proprietà e controllo fosse, in realtà, radicato nel dibattito italiano assai prima dell'opera di Berle e Means.
27. G. Rossi, La scalata del mercato, Bologna, 1986, p. 78, il quale ha cura di aggiungere che "coloro che fanno sentire la propria voce asseriscono, ovviamente, di farsi carico della tutela del risparmio".

Non a caso, invero, la problematica delle OPA (così come quelle dell'insider trading, della sollecitazione del pubblico risparmio, dell'informazione societaria ecc.) prende le mosse e trova una sua precisa collocazione nell'ambito della disciplina che va sotto il nome di "diritto dei valori mobiliari" o, alternativamente, di "diritto del mercato mobiliare", ispirata alle securities regulation statunitensi che, com'è stato scritto, "non appartengono alle categorie del diritto societario"²⁸, avendo quale obiettivo quello della tutela dell'interesse dell'azionista-risparmiatore, nell'ambito delle società con titoli quotati in borsa, a poter effettuare una consapevole e oculata scelta d'investimento, ancorché tale processo di democrazia esterna abbia prodotto, a favore dello stesso azionista, effetti che la democrazia interna non è mai riuscita a ottenere²⁹.

Il referente normativo è pertanto l'art. 47 della Costituzione piuttosto che l'art. 41, non avendo disposizioni della specie finalità dirette di limitazione della libertà d'iniziativa economica privata, ma di tutela del cosiddetto risparmio "consapevole", stante la progressiva dilatazione della nozione di riferimento e la conseguente sua riferibilità non al solo depositante bancario, ma anche all'investitore in titoli sul mercato secondario³⁰.

In tal guisa, il diritto dell'azionista di minoranza

28. G. Rossi, Trasparenze e vergogna, Milano, 1982, p. 196.

29. Cfr. G. Carriero, Insider trading e interessi meritevoli di tutela, in "Quadrimestre", 1990, p. 625, e ora anche in C. Rabitti Bedogni (a cura di), Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario: l'insider trading, Milano, 1992, pp. 253 ss.

30. Cfr. G. Minervini, La Consob, Napoli, 1989, p. 13, e G. Carriero, I servizi finanziari nel diritto comunitario, in "Le società", 1990, p. 1309.

a godere dello stesso trattamento riservato dall'acquirente al titolare del pacchetto di controllo costituisce il corrispettivo legale della sua sostanziale esclusione dall'esercizio di ogni diritto corporativo. Ciò, come verrà ampiamente esplicitato in seguito, consente il perseguimento dell'obiettivo primario del buon funzionamento del mercato dei valori mobiliari e il conseguente afflusso di maggiori aliquote di capitale all'impresa³¹.

Dal lato dell'acquirente, l'osservanza di siffatto obbligo legale costituisce un costo certo della scalata, in ipotesi ammortizzabile in capo alla stessa società-bersaglio (e, dunque all'azionista esterno), per esempio attraverso riduzioni nelle successive distribuzioni del dividendo.

Di certo, se corretta è l'analisi che precede, la parità di trattamento riconosciuta agli oblati nella distribuzione del premio di maggioranza non sembra rappresentare l'intima essenza della disciplina legale del market for corporate control di cui l'OPA costituisce cospicua espressione, quanto uno degli strumenti, pur se tra i più rilevanti, atti a realizzare un temperamento degli interessi in

31. Nell'ambito delle closed in corporation, in cui il controllante possiede più del 50 per cento del capitale, la disciplina legale dell'OPA attribuisce infatti all'azionista di minoranza il diritto di partecipare ai benefici che il controllante ottiene quando per sua scelta vende il pacchetto di controllo, incentivando così quegli stessi azionisti a sottoscrivere il capitale. Ma - come opportunamente segnalato dalla letteratura economica - è soprattutto nella società con azioni largamente diffuse tra il pubblico che l'OPA diviene strumento di efficiente allocazione della proprietà, configurandosi come condizione perché lo stesso trasferimento del controllo possa aver luogo. Ciò in quanto consente che piccoli e scarsamente informati proprietari di modeste aliquote di capitale possano tra loro coordinarsi e porre in essere nei confronti dei manager-controllanti la minaccia di vendere, costringendoli così - in via di fatto - all'adozione di scelte coerenti (cfr. Barca, Impresa in cerca di padrone cit., pp. 89 ss.).

gioco.

La considerazione non è di secondario momento. Da essa deriva, in particolare, la natura di norma eccezionale delle disposizioni che la prevedano, con la conseguenza che esse appaiono di stretta interpretazione.

E' già stato osservato che "trattandosi di acquisizioni coattive, le offerte pubbliche obbligatorie si presentano come eccezioni al generale principio che ispira il nostro ordinamento: quello di autonomia contrattuale. Ne consegue che la loro applicazione analogica non è consentita ex art. 14 disp. prel. al codice civile"³². Su ciò non può che convenirsi, avendo peraltro presente che lo stesso legislatore limita l'applicazione della parità di trattamento a una sola delle quattro figure di OPA previste dalla legge 149 del 1992.

La legge, invero, contempla, oltre all'offerta pubblica preventiva, quella incrementale, quella successiva e quella residuale.

La prima, rinvenibile nell'art. 10, comma 1, riguarda l'acquisizione del controllo di una società quotata in borsa o al mercato ristretto. E', in questo caso, obbligatorio promuovere l'offerta pubblica in via preventiva ove si voglia acquisire tanto il controllo di diritto della società, quanto partecipazioni comunque sufficienti a garantire l'influenza dominante in assemblea (c.d. controllo di fatto).

La seconda fattispecie di OPA, definita dal settimo comma della richiamata disposizione, ricorre invece laddove un soggetto abbia acquisito una partecipazione pari alla metà di quella posseduta dall'azionista di controllo o di maggio-

32. Weigmann, La nuova legge italiana cit., p. 437.

ranza relativa. In questo caso, egli non può acquistare, nell'arco di dodici mesi, ulteriori azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria in misura eccedente il quinto dei titoli posseduti e comunque il 2 per cento del capitale sociale, se non mediante offerta pubblica di acquisto.

Di OPA successiva tratta l'ottavo comma dell'art. 10, a norma del quale l'ammontare della partecipazione di controllo o di maggioranza relativa può essere raggiunto o superato mediante acquisti liberi in borsa o fuori borsa, purché, nei trenta giorni successivi all'acquisto che ha determinato il superamento della soglia percentuale indicata, l'acquirente promuova un'OPA per un quantitativo di azioni non inferiore a quello acquistato e per un prezzo non inferiore alla media ponderata dei prezzi d'acquisto.

Infine (art. 10, comma 9), quando il flottante di una società quotata sia sceso sotto il 10 per cento, o al minor limite fissato dalla Consob, il controllante deve promuovere un'OPA sulla totalità dei titoli rimasti in circolazione alle condizioni di prezzo stabilite dalla Consob (OPA residuale).

Orbene, la parità di trattamento è pienamente realizzata nella sola OPA preventiva. Difatti, con riferimento alla OPA cosiddetta successiva, nel caso in cui il controllo passi in blocco, mentre il venditore del blocco può cedere tutte le sue azioni, "ai restanti azionisti si consente di farlo solo in parte". Così, nel caso in cui "A acquisti da B il controllo di fatto, pari a un terzo del capitale, di una società S, agli azionisti di minoranza A, in ossequio alle regole, propone l'acquisto di un altro terzo. Se tutti accettano, ogni minoritario riesce a vendere soltanto la metà dei titoli posseduti"³³, con buona pace del pro rata rule. La soluzione adottata ha pertanto natura meramente indennitaria.

33. Ibid., p. 435.

5. Esclusione del principio di parità di trattamento e applicazioni interpretative

Dalla negazione di un generalizzato e indefinito principio di parità di trattamento discendono una serie di conseguenze di rilevante spessore nella interpretazione della legge italiana.

Con la ovvia avvertenza che la sedes materiae propria di siffatta disamina risiede nella esegesi che della legge 149 del 1992 verrà compiuta più avanti, vale intanto la pena fin da ora evidenziarne alcune tra le più significative.

Così, sul piano generale, non appare possibile nutrire dubbio alcuno sulla compatibilità fra patti di sindacato³⁴ e disciplina delle offerte pubbliche di acquisto.

E' stato al riguardo osservato che "i sindacati di voto in generale, così come i sindacati di blocco, sono leciti e validissimi nelle società per azioni con titoli non quotati nei mercati ufficiali. Essi possono, tuttavia, nelle società quotate, contrastare con un principio di ordine pubblico, che pur all'interno del tipo ne impone la illiceità non già perché cozzano con vere o presunte regole fondamentali di funzionamento della corporazione, bensì perché sono in contrasto con i principi fondamentali di tutela del pubblico risparmio"³⁵. In particolare, tali patti sarebbero in contrasto con il principio della parità di trattamento perché

34. Sui quali cfr., da ultimo, il collettaneo curato da P. G. Jaeger e F. Bonelli, Sindacati di voto e sindacati di blocco, Milano, 1991.

35. Così G. Rossi, Le diverse prospettive dei sindacati azionari nelle società quotate e in quelle non quotate, in "Rivista delle società", 1991, p. 1372.

attribuirebbero ai soci sindacati un potere maggiore di quello degli altri soci non sindacati.

Altri, in dottrina, ha confutato la tesi ora esposta con argomenti della cui solidità ed efficacia non appare consentito avanzare riserve³⁶. Il rinvio a quelle considerazioni è pertanto sufficiente a fugare dubbi in ordine alla liceità di convenzioni della specie.

Averla qui richiamata è tuttavia sintomatico delle incongruenze sottese a possibili misunderstandings sempre in agguato ove alla parità di trattamento, che evoca un giudizio comunque relativo, venga assegnato un ruolo assolutizzante e onnicomprensivo, al punto da costituire principio chiave dell'ordinamento in tema di diritto dei valori mobiliari.

La esclusione di un principio siffatto, e la conseguente impraticabilità di interpretazioni analogiche di norme della legge sulle OPA che espressamente prevedano il diritto all'uguaglianza tra i soci in ipotesi circoscritte, troncano sul nascere equivoci della specie, la cui pericolosità è di tutta evidenza, visto che la lettura innanzi riportata di queste convenzioni, che ha modo di porsi proprio grazie all'inversione del rapporto tra regola ed eccezione, nel sancire la "morte del contratto"³⁷ nell'ambito di queste società, condannerebbe l'azionista a restare nella stessa condizione di tutti gli altri che hanno la sua stessa dimensione. Questa società di eguali "consacrerebbe in modo definitivo il potere di chi ha la posizione di controllo,

36. Montalenti, La legge italiana cit., soprattutto pp. 862 ss.; R. Costi, I sindacati di blocco e di voto nella legge sull'OPA, in "Banca, borsa e titoli di credito", 1992, I, p. 482.

37. L'inciso corrisponde al titolo del noto e fortunato saggio di G. Gilmore, The Death of Contract, 1974; trad. it. Milano, 1988.

precludendo altresì ogni mutamento e quindi ogni possibilità che un mercato del controllo possa favorire l'efficienza delle gestioni"³⁸. Se v'è questione di disclosure dei patti di sindacato, la via maestra risiede nell'imposizione di obblighi di pubblicità, non certo nella sanzione di nullità dei patti.

Ulteriore esempio di possibile malinteso della ratio legis dovuto all'assunzione di un principio inesistente risulta essere quello concernente la sussistenza o no dell'obbligo di OPA ogni qual volta si verifichi una situazione di modifica all'assetto degli interessi che trova espressione nel patto di sindacato. Poiché, ex art. 10, il controllo può essere acquisito anche "attraverso la partecipazione a sindacati di voto", ci si chiede se l'obbligo di offerta pubblica preventiva sussista anche nell'ipotesi di trasferimento di aliquote partecipative con contestuale o successiva adesione al sindacato³⁹. Il problema formalmente involge la sussistenza o no in legge OPA di fattispecie di controllo "congiunto" o di controllo "solitario", essendo evidente che una conclusione nel primo senso, comportando la qualifica di controllante in capo a ogni socio sindacato, determinerebbe automaticamente l'applicabilità dell'obbligo sancito dall'art. 10 nel caso di mutamento dei partecipanti al patto.

Anche in questo caso parte della dottrina⁴⁰ ha posto in risalto come l'ipotesi di controllo congiunto, da eccezionale qual era (cfr. art. 27 legge 287 del 1990), non potesse considerarsi estensibile alla vicenda in parola, anche se non

38. Costi, I sindacati di blocco cit., p. 484.

39. F. Di Maio, I sindacati di voto nel mirino dell'OPA, ne "Il sole 24 Ore" del 26 febbraio 1992.

40. Costi e Montalenti nei lavori citati alla precedente nota 36.

mancano voci di dissenso⁴¹. Il problema appare destinato a ridimensionarsi ulteriormente anche sul piano formale, visto che il d.lgs. 481 del 1992 prima, il testo unico in materia bancaria poi, hanno espunto dal cennato art. 27 quella infelice previsione.

E tuttavia, vale la pena di chiedersi, può (o poteva) davvero fornirsi a tale problema soluzione diversa senza ledere il principio (questo sì esistente) della libera trasferibilità dei titoli azionari quale espressione della libertà d'iniziativa economica privata ex art. 41 Cost. in omaggio a fraintesi obiettivi di parità di trattamento?

6. La ratio legis

Se un indefinito diritto alla parità tra gli azionisti sul piano patrimoniale non costituisce ragione sufficiente a legittimare la disciplina legale delle offerte pubbliche di acquisto, ancor meno idonee a cogliere l'intima essenza della legge sono le opzioni che, di volta in volta, riconducono l'intervento del legislatore alla necessità di reprimere fenomeni devianti quali l'abuso di informazioni riservate, ovvero a quella di impedire pratiche fraudolente, decettive o distorsive.

41. Una completa e ragionata rassegna delle varie teorie in tema di giustificazione dell'OPA obbligatoria in caso di cessione del controllo societario è in R. Weigmann, Le offerte pubbliche di acquisto, in Trattato delle società per azioni, Milano, 1993, pp. 488-501, la cui conclusione è nel senso che "esce confermata la constatazione che non è ben chiaro il fondamento della regola che estende le cessioni del controllo ai titoli presentati dai minoritari" (p. 500), nutrendosi la sensazione "che il principio dell'offerta allargata a tutti i soci con diritto di voto sia venuta diffondendosi, nei paesi dell'area atlantica, in modo confuso, più per il gusto dell'imitazione reciproca o delle esigenze equitative, che non in virtù di una rigorosa e ben compresa dottrina giuridica" (p. 501).

E' di tutta evidenza come questi obiettivi non siano, da soli, in grado di giustificare una disciplina delle offerte pubbliche⁴².

In primo luogo per evitare che, a fronte di problematiche comunque relative a negozi di compravendita di titoli, l'emersione di profili penali - da residuale qual è - finisca per connotare la fattispecie nella sua interezza. Le contese tra i contraenti, quelle tra l'offerente e il proprietario del pacchetto di controllo, ovvero tra questi e il proprio management, sono contese civili ed è nel comune interesse farle rimanere tali.

Peraltro, per poco che si rifletta, pur avendo piena consapevolezza che quello dell'OPA è luogo fisiologicamente favorevole all'attività degli iniziati, non può non considerarsi che il paradigma concettuale di riferimento per la repressione dell'insider trading risulta, per la communis opinio, identico a quello finora contestato, visto che la norma anti-insider si legittima in ragione della violazione della parità di trattamento sul piano informativo. Ancora una volta, verrebbe in considerazione l'esigenza di assicurare il rispetto del market egalitarianism. In altra sede⁴³ ci si è fatti carico di contestare questo assunto che, tra le altre incongruenze, determinerebbe una nozione di mercato fatalmente coincidente con la sua negazione, visto che, in un mercato idoneo a porre in modo immediato tutte le informazioni rilevanti a disposizione di tutti gli investitori, "ogni incentivo alla speculazione sarebbe assente, essendo per definizione impossibile trarre profitto dalle proprie informazioni e

42. Cfr. M. Lamandini, Appunti in tema di controllo congiunto, in "Giurisprudenza commerciale", 1993, pp. 218 ss.

43. Precisamente Carriero, Informazione, mercato cit., soprattutto pp. 37 ss.

tendendo a ridursi fino a scomparire la distanza tra i livelli dei prezzi ai quali si determina per tutti la convenienza a vendere e quelli ai quali si determina in modo ugualmente generale la convenienza a comprare"⁴⁴.

L'insider trading è, in realtà, problema ben diverso da quello qui esaminato, nel quale esigenze di tutela da asimmetrie informative rilevanti per la negoziazione a fini speculativi di titoli vengono in considerazione solo incidentalmente. Cospicua testimonianza di ciò è offerta dalla vigenza, in Italia, di una normativa generale sull'abuso di informazioni riservate, contenuta nella legge 157 del 1991.

Quanto alla necessità di impedire frodi, vien facile ribadire, per dirla con Loss, che la filosofia della trasparenza non toglie al risparmiatore il diritto a compiere sciocchezze, ma evita solo che altri possa indurlo a compierle. E' allora evidente che la soluzione non risiede nell'aprontamento di un apparato repressivo e nella devoluzione a una Autorità delle scelte di convenienza economica che appartengono e debbono continuare ad appartenere all'azionista, ma piuttosto nella completezza e soprattutto nella significatività dell'informazione in base alla quale questi possa stimare se le proposte e il prezzo di una tender offer siano corretti.

Il problema dell'informazione all'azionista non riguarda tuttavia solo le condizioni complessivamente offerte, ma anche le opportunità di accesso alle informazioni rilevanti circa la conduzione e le prospettive dell'impresa; ciò al fine di porlo in grado di valutare la convenienza di cedere o no le azioni. E, sotto un diverso versante, v'è

44. F. D'Alessandro, L'attività di sollecitazione del pubblico risparmio, in Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato, Milano, 1986, p. 95.

altresì il problema di disclosure nella circolazione delle informazioni fra acquirenti e venditori, al fine di consentire, da una parte, agli azionisti di minoranza di formarsi proprie opinioni circa le capacità manageriali dell'acquirente, dall'altra, all'acquirente, di individuare quegli azionisti su cui devono essere esercitate le pressioni maggiori per realizzare con successo l'operazione. E così via.

Il quadro d'insieme che viene a delinearsi è quello che vede nell'OPA uno strumento suscettibile di diversi impieghi, i cui estremi vanno dalla tecnica aggressiva per l'acquisizione del controllo alla "chiusura" della società da parte di chi il controllo già detiene.

Se così è, il principale obiettivo della disciplina legale delle offerte pubbliche pare doversi individuare nell'esigenza di garantire l'efficiente allocazione della proprietà dell'impresa nell'ambito del mercato del controllo societario, costituendo la trasparenza lo strumento naturalmente deputato alla rimozione delle asimmetrie informative tipiche della corporation a questo fine.

Alla dimostrazione di ciò, con precipuo riferimento agli interessi coinvolti e alle conseguenti tecniche giuridiche di tutela, sono dedicate le pagine che seguono. Subito dopo se ne verificherà la "ricaduta" in chiave ermeneutica, riguardo a talune delicate problematiche concernenti la legge italiana.

7. Il difficile equilibrio tra libertà d'iniziativa economica privata e need of protection dell'azionista esterno

Nella disamina delle numerose e complesse questioni in un modo o nell'altro riconducibili o conseguenti a offerte pubbliche di acquisto, è costante, in letteratura, la loro classificazione nell'ambito dei rapporti tra le società,

ovvero in quelli tra società e azionariato di minoranza. Consapevole o no, la sottesa opzione concettuale è nel senso di supporre, nell'ambito delle società con azioni quotate in borsa, l'esistenza di due mondi tra loro diversi, costretti tuttavia a convivere a causa della fictio riassunta nella nozione di persona giuridica: quello della proprietà (rectius, della gestione) dell'impresa e quello del piccolo azionista.

La necessità di intervenire legislativamente per la regolamentazione di rozze tecniche di scalata spregiativamente qualificate in USA, nel corso degli anni sessanta, Saturday night special, come le pistole di basso costo usate nelle rapine del sabato sera⁴⁵, discende in via principale dalla esigenza di offrire una qualche possibilità di difesa all'azionista di controllo della società bersaglio. Non a caso, l'originario spirito del primo disegno di legge americano in materia è dichiaratamente protezionista, dovendosi la legge proporre di "tutelare le antiche e serie società dall'attacco irresponsabile da parte di avventurieri della finanza"⁴⁶. Rispetto alla battaglia che si combatte tra i due contendenti, quello della tutela del piccolo azionista-risparmiatore è problema di solito ben diverso, venendo quivi in considerazione non già i destini dell'economia, ma solo il classico "pugno di dollari", sub specie distribuzione del premio di maggioranza e pro rata rule.

La separazione dei due piani di una stessa realtà è senz'altro corretta, oltre che scientificamente più volte

45. Così W. H. Painter, La disciplina statunitense dell'OPA: dibattito e proposte, in "Rivista delle società", 1981, p. 535.

46. Ancora Painter, La disciplina cit., p. 536, che menziona l'atto parlamentare 113 Cong. Rec. 857-8 del 18 gennaio 1967.

dimostrata in dottrina⁴⁷. Quello che non risulta affatto certo e incontrovertibile è che a tale diversità strutturale sul piano degli interessi in gioco debbano necessariamente corrispondere differenti strumenti e diverse tecniche giuridiche di tutela.

8. Quale tutela

Prendendo le mosse dai bisogni giuridicamente rilevanti per l'azionista di minoranza, vale la pena intanto sgombrare il campo da possibili equivoci in ordine alla identificazione della categoria di soggetti considerata. E' invero frequente, specie negli ultimi anni e con riferimento a leggi recenti, la riconduzione delle problematiche di tutela del socio minoritario di società quotate a quelle più generali che involgono il cosiddetto "contraente debole" nell'ambito dei contratti d'impresa. Non a caso, ad esempio, le disposizioni in tema di trasparenza bancaria hanno quali destinatari, oltre che il mutuatario-consumatore, anche, e forse soprattutto, il risparmiatore, cioè un soggetto economicamente diverso da quello. E' noto che le due categorie soggettive hanno, economicamente, attitudini diverse e, anzi, opposte: "l'una destinata a consumare, cioè a distruggere il valore creato, l'altra destinata a conservare, mettendo a profitto il valore non consumato"⁴⁸. Ancorché l'ossimoro provi in verità troppo, essendo la qualità di risparmiatore coes-

47. Oltre al menzionato saggio di Berle e Means, cfr., per tutti, T. Ascarelli, Interesse sociale e interesse comune nel voto, in "Rivista trimestrale di diritto e procedura civile", 1951, p. 1145. Nell'ambito della manualistica di diritto societario, basti il rinvio a F. Ferrara e F. Corsi, Gli imprenditori e le società, Milano, 1987, p. 347.

48. Così G. Alpa, La tutela del contraente debole, in G. Alpa e M. Bessone, Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale, Torino, 1991, p. 165.

senziale a quella di consumatore e viceversa, donde il ricorso a una comune matrice di controparte istituzionalmente debole nei confronti delle imprese professionalmente attive sul mercato dell'allocazione di beni e/o servizi di massa⁴⁹, ciò non può e non deve tuttavia comportare stretti automatismi quanto a need of protection e a tecniche di tutela delle (di tutte le) controparti "deboli" dell'impresa nei settori considerati⁵⁰.

E' noto, infatti, che quella di risparmio è una nozione polisensa. Essa caratterizza tanto il risparmio bancario, quanto quello riconducibile al diritto dei valori mobiliari e al sistema assicurativo.

La conseguente distinzione tra una figura di rispar-

49. In tal senso, M. Bessone, Costituzione economica e tutela dei consumatori. Quali policies di intervento legislativo?, in "Giustizia civile", 1986, II, p. 357. Id., Economia del diritto e ordine pubblico economico a tutela dei consumatori, in "Giurisprudenza italiana", 1984, IV, pp. 199 ss; La tutela costituzionale della salute e lo statuto dei diritti della persona - consumatore, in "Politica del diritto", 1981, pp. 190 ss. Che questo problema, sussumibile nell'ambito della più generale tematica civilistica della tutela del contraente debole, non abbia costituito una effimera moda degli anni settanta, è testimoniato dallo spessore e dalla qualità degli interventi prodotti in un convegno di inizio 1990 tenuto a Roma presso la sede dell'Unioncamere sotto l'egida del Ministero di Grazia e giustizia e della Banca d'Italia. I relativi atti possono leggersi in AA.VV. Trasparenza e legittimità della condizioni generali di contratto, Napoli, 1992. Tra essi, particolare menzione merita, ad avviso di chi scrive, la relazione di A. Gambaro, Le clausole vessatorie tra impresa e consumatore. Un viaggio nella Western legal tradition, pp. 33 ss. nella parte in cui propone una originale motivazione al perché l'impresa adotti clausole della specie, traendo le relative conseguenze in termini di tutela del consumatore.

50. Cfr. G. Carriero, Trasparenza bancaria, credito al consumo e tutela del contrente debole, in "Il Foro italiano", 1992, V, c. 354.

miatore "inconsapevole" (quello bancario) e di risparmiatore "consapevole" (principalmente l'investitore in valori mobiliari), pur se approssimativa e non sempre esatta⁵¹, ha tuttavia il pregio di evidenziare il diverso bisogno di protezione nei settori considerati.

Se, infatti, il depositante appare, per definizione, portatore degli stessi bisogni di tutela del consumatore, essendo tale egli stesso, gli interessi dell'investitore in valori mobiliari sono in realtà diversificati rispetto a quelli. Il primo, in considerazione della qualità e dello status rivestito, è anche portatore di un interesse alla trasparenza delle condizioni del contratto, ma esprime soprattutto bisogni di riequilibrio del rapporto e di tutela dall'esterno a fronte della predisposizione di clausole vessatorie, a volte "addirittura contro se stesso"⁵²; il secondo, di converso, è un'angolazione dell'uomo economico avvertito che, in quanto adeguatamente informato, appare in grado di operare da sé le migliori scelte, in ciò sostanzialmente diversificandosi da quello. Per costui è prioritaria l'esigenza di disclosure e la possibilità di accedere all'informazione relativa ai beni scambiati. Il soddisfacimento di tale bisogno è, in realtà, coerente con la struttura e le caratteristiche del luogo d'incontro della domanda e dell'offerta dei beni in argomento, atteso che a ogni operazione di investimento sul mercato mobiliare è sempre associata una fisiologica componente di rischio che non può né deve essere eliminata, perché "in questo mercato anche le vedove e

51. A dimostrazione del fatto che l'alternativa in parola semplifica troppo, Minervini, La Consob cit., p. 13, invita a riportarla a "certi raffinati prodotti assicurativo-finanziari, la cui offerta non si rivolge certamente ai semplici, e viceversa alla offerta porta a porta di valori mobiliari, che spesso si rivolge a persone sprovviste in materia finanziaria".

52. Alpa, La tutela cit., p. 164.

gli orfani potranno continuare a perdere i loro averi"⁵³.

La protezione dell'investitore trova pertanto il suo più sicuro caposaldo nella philosophy of disclosure, che altro non esprime se non l'esigenza del rispetto delle regole del gioco della competizione economica nell'ambito della libertà d'iniziativa privata. Essendo l'errore una variabile dipendente dell'informazione, l'imposizione di regole di trasparenza e di correttezza informativa evita che il risultato economico dell'operazione possa essere conseguenza di comportamenti dell'impresa volutamente omissivi o misleading, idonei a integrare fattispecie di misrepresentation. Ciò costituisce, nel contempo, espressione di una regola di efficienza economica, visto che altrimenti non l'impresa più dinamica, ma solo quella governata con scarsi scrupoli di legalità avrebbe la possibilità di accedere a maggiori fasce di mercato. Non a caso, le prime leggi di trasparenza sono costituite dalle cosiddette blue sky laws, tese a proteggere il pubblico risparmio da società aventi quale esclusivo oggetto quello della vendita di titoli rappresentativi di lotti edilizi "nell'azzurro cielo".

La predisposizione e, soprattutto, l'effettività delle regole di trasparenza è momento necessariamente prodromico all'efficienza del mercato del controllo societario, da un lato, alla tutela dell'azionista-risparmiatore, dall'altro.

Rinviando al seguito l'analisi del primo aspetto, vale ora la pena considerare partitamente gli interessi coinvolti in offerte pubbliche di acquisto dal lato dell'azionista.

53. Così F. Cavazzuti, Conflitti di interesse e informazioni asimmetriche nell'intermediazione finanziaria, in "Banca, impresa e società", 1989, p. 358.

Sotto questo profilo, preziosa si rivela la disamina dell'esperienza applicativa nordamericana, la quale costituisce significativo punto di riferimento sia per la diffusa presenza del modello di public company, che per una vasta rete di "istituzioni della riallocazione" (law companies, merchant o investment banks).

In proposito, stante la cennata caratterizzazione soggettiva dell'azionista di società quotate, gli interessi patrimoniali consistono essenzialmente: 1) nella comparazione della convenienza economica a cedere i titoli di partecipazione piuttosto che a mantenere lo status di socio; 2) nella individuazione del momento economicamente più vantaggioso in cui effettuare la vendita, qualora la riserva venga sciolta privilegiando la prima delle alternative innanzi indicate.

E' di tutta evidenza che l'azionista dovrà previamente valutare se i vantaggi dell'eventuale alienazione a colui che lancia l'offerta o, per avventura, alla stessa società che decida di acquistare azioni proprie a scopo difensivo, siano o no maggiori rispetto a quelli che ricaverebbe mantenendo il suo status, in vista delle prospettive di sviluppo della società. La comparazione, che è fisiologicamente disomogenea nei tempi, sconta la presenza di un elemento certo, rappresentato dal prezzo offerto, e di almeno due incognite: l'informazione sui programmi futuri dell'acquirente e l'esito della scalata. Riguardo all'importanza del primo dei due fattori considerati, basti rammentare quella particolare tecnica aggressiva comunemente nota come la two-tier tender offer (offerta in due fasi) e i suoi dirompenti effetti su quanti azionisti, volontariamente o no (per effetto del meccanismo proporzionale fissato dal pro rata rule), siano rimasti in possesso di titoli partecipativi. Nel caso di specie, l'aggressore offre, nella prima fase, un prezzo per azione superiore a quello di mercato, salvo poi ad attuare, nella seconda fase, una fusione della società-bersa-

glio con la propria. Per gli azionisti che non hanno aderito all'offerta, questa comporta un ricavo nettamente inferiore, per via della fissazione sfavorevole del rapporto di cambio delle azioni.

Ciò senza considerare che le potenzialità insite nella two-tier tender offer vengono accresciute dall'impiego di tecniche di finanziamento in cosiddetti junk bonds (letteralmente, obbligazioni spazzatura)⁵⁴ attraverso cui "l'offerente, tramite una società scatola vuota che funge da strumento di acquisizione, raccoglie, sotto forma di prestiti, fondi sufficienti ad ottenere il 51 per cento del capitale azionario della società bersaglio nel corso di una tender offer per contanti che costituisce la prima fase dell'acquisto; successivamente, estromette i rimanenti azionisti con una fusione conclusa a prezzo più basso con l'emissione, in cambio delle azioni ancora in circolazione, di junk bonds"⁵⁵.

Conoscere l'identità e i programmi futuri dell'acquirente diviene pertanto elemento di decisiva rilevanza ai fini considerati.

Del pari, è di palese evidenza come la valutazione economica di convenienza a cedere le proprie azioni al prezzo

54. Termine ormai usato per definire un tipo di titoli obbligazionari ad alto rendimento e ad alto rischio, emessi infatti da società classificate con un rating molto basso: Bbb o Baa3 secondo le definizioni di Standard & Poor's e Moody's, le due principali società che forniscono agli investitori, attraverso le loro classificazioni di titoli, le informazioni chiave per le decisioni di acquisto e vendita. Il loro giudizio si riferisce essenzialmente alla solidità finanziaria e gestionale della società e viene fornito solo se la società stessa lo richiede.

55. Così G. Carcano, OPA ostili e acquisto "difensivo" di azioni proprie negli Stati Uniti, in "Rivista delle società", 1988, p. 1241.

stabilito possa subire significative modifiche in dipendenza dell'informazione sullo svolgimento dell'offerta. Così, ad esempio, nel caso in cui la decisione di vendere sia maturata nell'erroneo convincimento del buon esito della scalata da parte di un raider interessato solo allo smembramento della società. Poiché in questo caso non può essere addossato all'azionista il costo di una valutazione dipendente da eventi imprevedibili o, comunque, imprevedibili al momento della scelta, altri ordinamenti, segnatamente quello statunitense, contemplan la possibilità di una sorta di jus poenitendi per periodi determinati. La SEC, in particolare, con la rule 14d-7 del 1987, ha esteso tale periodo all'intera durata dell'offerta.

Posto che abbia deciso di vendere, l'interesse dell'azionista-risparmiatore risiede nell'ottenere il maggior prezzo possibile per i titoli ceduti. Se, a fronte di offerte di vendita superiori alla domanda di acquisto, il criterio in base al quale operare la selezione dei venditori fosse quello della priorità temporale (first come, first served), le conseguenze sotto profili di giustizia distributiva risulterebbero sommamente inique, costituendo ciò un premio alla scaltrezza e alla asimmetria informativa. Sicché il criterio comunemente prescelto è quello della distribuzione proporzionale dell'acquisto tra tutti gli azionisti (pro rata rule). Ma, anche così, i problemi non mancano.

In particolare, premessa la ineliminabile necessità di definire legislativamente un arco temporale nel quale, ferma l'offerta d'acquisto, a ogni azionista sia data facoltà di accettare, è ben possibile che il prezzo unitario del titolo possa subire variazioni in aumento o in diminuzione. Come nel caso in cui a t_0 corrisponda un prezzo p_0 inferiore al prezzo p_1 offerto a t_1 , e così via. La soluzione generalmente contemplata consiste nell'obbligo legale posto in capo all'offerente di far beneficiare di ogni aumento di prezzo

anche i primi venditori. Tale è la portata, ad esempio, della section 14(d)-7 della legge federale americana del 1968 (il noto Williams Act); in termini non dissimili l'art. 16 della legge italiana 149 del 1992 dispone che "qualora l'offerente, in pendenza dell'offerta, anche attraverso contratti a termine scadenti oltre la data di scadenza dell'offerta, acquisti ad un prezzo più alto di quello fissato per l'offerta titoli oggetto della stessa, dovrà corrispondere, a chi ha accettato l'offerta, la differenza".

La tutela legale, tuttavia, non si spinge al punto di fornire protezione all'azionista nel caso inverso a quello ora descritto, sostanzialmente coincidente con la nota ipotesi del socio "prigioniero della società" (scilicet, del nuovo controllante) per la quota di azioni eccedente il riparto proporzionale, né in quello dell'acquisto delle proprie azioni da parte della società a scopo difensivo. E' invero evidente come, in quest'ultima fattispecie, ben possa accadere che il vecchio management offra un prezzo unitario superiore a quello del raider; peraltro ove, per avventura, la difesa riesca a produrre l'effetto che il quantitativo di azioni offerto in vendita al termine del periodo di riferimento risulti inferiore a quello richiesto, e ciò conduca alla dichiarazione da parte di chi intendeva acquisire il controllo della società di non volerne profittare (cfr., in Italia, l'art. 20, comma 2 legge 149 del 1992), il risultato sarà che gli unici ad aver tratto vantaggio dalla contesa saranno stati i cessionari alla società, con buona pace anche in questo caso della parità di trattamento. Questo senza voler considerare che, oltre oceano, studi dell'Office of Chief Economist of the Securities and Exchange Commission fanno constare che, in caso di offerta pubblica di acquisto, gli azionisti realizzano un guadagno medio del 53,2 per cento dalla vendita delle loro azioni, mentre nel caso di ritiro dell'offerta di acquisto a seguito della resistenza delle

loro società, l'intero guadagno viene perso⁵⁶.

Nella consapevolezza che gli esempi addotti costituiscono parte ridotta di un campionario di ben più vasta portata, dovrebbe risultare evidente che il tentativo di realizzare, in chiave di politica del diritto, una tutela dell'azionista ispirata all'obiettivo di un uguale prezzo di vendita per tutti in ogni contesto fenomenico ricollegabile, direttamente o no, a un'OPA, è destinato a seguire le sorti di Achille nell'inseguimento della tartaruga, e così al fallimento. Una cosa è infatti, accettatene le ragioni, la distribuzione del premio di maggioranza e il riparto proporzionale in ipotesi circoscritte, altra e ben diversa l'affermazione a tutto campo di un diritto all'uguale prezzo di vendita altamente ineffettivo e, dunque, fonte di disparità talora maggiori rispetto ai benefici astrattamente ottenibili.

9. Conflitti tra offerente e management: il ruolo della clausola generale di correttezza

Passando dal versante della tutela del piccolo azionista all'assetto degli interessi societari in gioco nel mercato del controllo dell'impresa, è di immediata evidenza, nel caso di OPA ostili, la latitudine che separa le posizioni di chi vuole acquisire il controllo della società rispetto a chi quel controllo vuole difendere. Di norma, il primo invocherà, a presidio delle proprie ragioni, il contrasto con la libera iniziativa economica dei vincoli eventualmente posti alla scalata; il secondo lamenterà il progressivo scadimento delle regole di civile convivenza nel settore

56. R. Comment e G. A. Jarrell, Two Tier and Negotiated Tender Offers, in "Journal of Financial Economics", 1987, vol 19, p. 283, citato in D. Regoli, Nella jungla societaria: scalate ostili e pillole avvelenate, nota a Delaware Court of Chancery, 16 Dec. 1988, in "Foro italiano", 1990, IV, c. 328.

societario, alla totale mercé di irresponsabili avventurieri della finanza. Entrambi guarderanno, tuttavia, con sospetto l'intervento del legislatore volto a fissare norme di trasparenza e correttezza comuni ai contendenti.

La conseguente ideologizzazione porta, da un lato, a ritenere che l'OPA ostile, in quanto strumento in grado di favorire il ricambio del controllo dell'impresa sottoutilizzata, e così l'efficienza del sistema, non debba essere ostacolata in alcun modo, dovendo gli amministratori della società-bersaglio rimanere assolutamente passivi di fronte a tentativi di aggressione⁵⁷; dall'altro, a favorire tecniche difensive che di fatto sanciscono l'immutabilità del controllo societario, alla sola condizione che gli amministratori perseguano per questa strada "l'interesse sociale"⁵⁸.

57. Manne, Mergers cit., Easterbrook e Fischel, The Proper Role cit., sub nota 3.

58. M. Lipton, Takeover Bids in the Target's Boardroom: A Response to Professors Easterbrook and Fischel, in "New York University Law Review", 1980, p. 1231. La incensurabilità di siffatte tecniche difensive avviene, di norma, attraverso un uso strumentale della clausola di buona fede compiuto per il tramite della business judgment rule, che esprime la regola secondo cui le Corti, nel valutare gli atti degli amministratori, dovranno aver presente la ricorrenza o no della buona fede in ragione del perseguimento dell'"interesse sociale" (sulla diversa portata di tale clausola nella giurisprudenza delle Corti di merito e in quella della Supreme Court, cfr. la rassegna di giurisprudenza di Regoli, Nella jungla societaria cit.). Da ciò alla concezione "istituzionale" della persona giuridica, il passo sembra breve. Tale teoria, com'è noto, assume che la società, una volta costituita, avrebbe quale obiettivo non quello del perseguimento del lucro, che starebbe in secondo piano, ma quello della vitalità dell'impresa, metaforicamente riassunta nella frase, di un amministratore del Norddeutscher Lloyd, riportata da A. Asquini, I battelli del Reno, in "Rivista delle società", 1959, p. 617, secondo cui "scopo della società non è quello di distribuire utili agli azionisti, ma di far navigare i battelli sul Reno". Sui sottesi rischi, che avevano in Germania a suo tempo condotto alla promulgazione di una

In realtà, abusi sono possibili sia nel caso di aggressione, che in quello di difesa. Basti, emblematicamente, richiamare, sotto il primo versante, il cosiddetto bust-up take over, sotto il secondo le lock-up options o la tecnica del greenmail.

La differenza che l'offerente ritiene sussistere tra il presumibile valore di liquidazione dei singoli cespiti aziendali e il valore di mercato delle azioni della società induce a OPA aggressive tese non già a incorporare il target, ma letteralmente a far esplodere (bust-up) la società destinataria dell'offerta.

Questa tecnica, generalmente impiegata da imprese finanziarie o anche da banche di investimento, ha consentito, negli Stati Uniti, l'acquisizione del controllo di società di rilevanti dimensioni al solo scopo, ovviamente non dichiarato, di un progressivo smembramento della target in vista della liquidazione dei relativi cespiti, ottenendo così il ripianamento dei debiti contratti per l'acquisizione, oltre

(Continuazione nota 58 dalla pagina precedente)

norma dell'Aktiengesetz che espressamente "rendeva il Vorstand responsabile della gestione della società nell'interesse dell'impresa, dei suoi dipendenti e dei fini comuni del Volk und Reich" (Jaeger, Gli azionisti cit., p. 24), cfr. P. G. Jaeger, L'interesse sociale, Milano, 1963, pp. 143 ss.; G. Auletta, L'ordinamento delle società per azioni, in "Rivista delle società", 1961, pp. 1 ss. Sulla possibile reviviscenza della tesi istituzionalistica con riferimento a gruppi societari, si rinvia al lucido saggio di F. D'Alessandro, Il diritto delle società dai "battelli del Reno" alle "navi vichinghe", in "Il Foro italiano", 1988, V, cc. 48 ss. G. Carriero, Obiettivi di vigilanza bancaria e composizione degli interessi in gioco nel gruppo polifunzionale e in altri modelli organizzativi, in "Rivista di diritto dell'impresa", 1991, p. 437, paventa che si continui a esorcizzare la teoria istituzionalistica avendo già "navi vichinghe" nei nostri mari a seguito della promulgazione di recenti leggi di settore.

che notevoli guadagni.

Ciò solleva dubbi sui postulati teorici di riferimento della dottrina che vede nell'OPA un indiscusso strumento di efficienza del mercato del controllo dell'impresa. In particolare, è stato osservato che "il principio secondo cui l'offerta pubblica coronata da successo determina sinergie non spiega perché l'offerente miri a frammentare la società aggredita anziché integrarla con la propria attività; la teoria dell'efficienza, secondo cui il management di maggiori capacità sostituisce quello di qualità inferiore non spiega perché, anche con riferimento alle società meglio condotte, possa accadere che venga attribuita al capitale azionario una valutazione inferiore a quella relativa all'insieme dei beni patrimoniali singolarmente considerati".

E', a tale riguardo, appena il caso di sottolineare come la cennata prospettazione abbia poco da spartire con la nozione corrente di efficienza, non essendo - in linea di principio - dimostrabile il teorema che la frammentazione dei beni aziendali per la successiva alienazione costituisce, dal punto di vista individuale, come da quello collettivo, una scelta meno efficiente di quella consistente nella prosecuzione dell'attività societaria col complesso di beni originariamente disponibili.

Detto questo, sembra tuttavia potersi convenire con il rilievo che siffatte tecniche determinano "una pressione sul management della società destinataria dell'offerta ad assumere rischi che, in circostanze diverse, non accetterebbe; il che si traduce in una naturale selezione dove soccombono gli amministratori più cauti e viene premiata la propensione per una gestione dinamica e spregiudicata"⁵⁹.

59. Carcano, OPA ostili cit., p. 1242.

Dell'ampia casistica di tecniche difensive, che va dall'acquisto delle proprie azioni a talune fattispecie di leveraged buyout, passando per le note poison pills (letteralmente, pillole avvelenate), alcune delle quali di dubbia liceità, si appunterà l'attenzione su due strumenti anti take over particolarmente significativi sotto il versante della preclusione a mutamenti di proprietà dell'impresa, da un lato, e di obliterazione dell'interesse degli azionisti esterni, dall'altro, rinviando, per il resto, alla letteratura in argomento⁶⁰.

Le lock-up options sono accordi stipulati tra gli amministratori della società e un terzo alleato, che contemplano la possibilità per questi di acquisire una notevole aliquota del capitale sociale e/o cespiti patrimoniali di rilevanza strategica. L'obiettivo è quello di rendere economicamente impraticabile la tender offer di un proponente

60. E dunque principalmente a L. A. Bianchi, Le tecniche di difesa dalle scalate nella recente esperienza statunitense, in "Rivista delle società", 1987, pp. 506 ss., e a S. M. Grassani, Poison pill: le scalate ostili negli U.S.A., in "Contratto e impresa", 1993, pp. 770 ss. Nella letteratura economica, cfr. Barca, Impresa in cerca di padrone cit., soprattutto pp. 140 ss. Va peraltro rammentato come, proprio con riferimento a preclusioni del ricambio proprietario per effetto di OPA, sia stata di recente emanata la direttiva comunitaria 92/101, tesa a colmare la lacuna relativa alla mancata assimilazione all'acquisto di azioni proprie dell'operazione di acquisto compiuta dalla controllata nei confronti della controllante. Per primi commenti alla direttiva, cfr. L. Todaro, L'acquisto di azioni della società controllante da parte della società controllata nel dibattito per la modifica della II direttiva CEE, in "Rivista di diritto dell'impresa", 1992, pp. 481 ss.; A. Morano, Acquisto di azioni della società controllante da parte della controllata, in "Società", 1993, pp. 455 ss. In argomento, la Commissione istituita presso il Ministero di Grazia e giustizia per l'attuazione delle direttive in materia societaria (c.d. "Commissione D'Alessandro") ha predisposto uno schema di legge delegata di attuazione che modifica le relative norme codicistiche.

sgradito. Tale risultato viene raggiunto concedendo all'alleato "la opportunità di una opzione di sottoscrizione delle azioni derivanti da un aumento di capitale della società deliberato ma non eseguito, di entità tale da rendere inutile l'acquisto con offerta pubblica delle azioni esistenti sul mercato a un prezzo favorevole (c.d. bargain price) e/o di una opzione d'acquisto di un cespite aziendale di importanza fondamentale, la cui distrazione possa rendere poco appetibile economicamente e comunque eccessivamente onerosa l'offerta"⁶¹.

Da ciò alla assoluta cristallizzazione dell'assetto proprietario il passo è breve. Tanto che le corti americane hanno dovuto farsi carico di verificare se le lock-up options non rappresentassero una strumentale alterazione della intima ratio sottesa alla legislazione federale sull'OPA. La circostanza che il giudizio valutativo dovesse far leva sull'accertamento della ricorrenza o no di un manipulative act or practice ai sensi della sect. 14 (e) del Securities and Exchange Act introdotta dal Williams Act (su cui vedi infra) ha, di fatto, condotto a risultati oscillanti, con prevalenza peraltro di orientamenti favorevoli ad accordi della specie,

61. Bianchi, Le tecniche di difesa cit., p. 518. Ciò ripropone il problema, collaterale alle OPA ma direttamente incidente anche su queste, lucidamente avvertito diversi anni or sono da G. Minervini, Un "take over bid" clamoroso alle porte di casa nostra (l'affare Saint-Gobain), in Società, associazioni, gruppi organizzati, Napoli, 1973, p. 459, "che se poi si ritenesse il ricorso al 'take over bid' eventualità non solo probabile sul piano della verifica statistica, ma anche auspicabile dal punto di vista della opportunità politico-economica ..., alla previsione delle 'regole del gioco' dovrebbe accompagnarsi il divieto di talune clausole che, quando introdotte negli statuti, radicalmente lo precludono". Sul tema difese preventive e in corso d'OPA a seguito della riforma francese del maggio 1992, che esula da questo lavoro, cfr. S. Mogini e A. Munari, L'"affaire Perrier". La regolamentazione del mercato finanziario e la nuova disciplina delle offerte pubbliche in Francia, Milano, 1993, pp. 108 ss.

ove si faccia eccezione della pronuncia di Corte d'Appello sul caso Mobil Co. v. Marathon Oil Co.⁶². Ciò non appare peraltro casuale, visto che il parametro di riferimento normativo per la definizione del concetto di manipulation risiede nella rule 10b-5 del Securities Act, nota per aver prodotto, nella materia per la quale è principalmente chiamata a operare, e cioè per l'insider trading, risultati altrettanto altalenanti⁶³.

Non meno stupefacente, sotto altro versante, è la tecnica del greenmail. Letteralmente, greenmail esprime un neologismo, ad altro non corrispondendo se non al termine inglese blackmail e, come quello, evocando un ricatto, con la variazione dovuta al colore, verde, del dollaro⁶⁴. Nella sostanza, essa consiste nel riacquisto, da parte della società, delle azioni rastrellate dal raider a un prezzo particolarmente elevato, comunque di gran lunga maggiore a quello di mercato. Ciò viene reso possibile dalla conoscenza che la società ha dell'acquisto di un quantitativo di azioni superiore al 5 per cento del capitale, visto che questa aliquota partecipativa fa scattare l'obbligo di segnalazione alla SEC.

E' palese come detta tecnica violi apertamente la parità tra gli azionisti altrove prevista in ambito OPA "perché il comportamento della società aggredita, disposta ad acquistare soltanto dal greenmailer a un prezzo maggiorato, determina una discriminazione nei confronti degli altri soci". Peraltro, sotto il versante della circolazione della

62. Sul quale cfr. ancora, diffusamente, Bianchi, Le tecniche di difesa cit., p. 518.

63. Le diverse "teorie" adottate dalle corti americane con riferimento alla rule 10b-5 vengono partitamente analizzate in Carriero, Informazione, mercato cit., pp. 51 ss.

64. Cfr. Carcano, OPA ostili cit., p. 1258.

proprietà dell'impresa, "l'impiego di fondi della società verrebbe fatto dal management al solo scopo di prevenire un mutamento dell'assetto azionario che potrebbe pregiudicare la sua posizione: in altri termini, vi sarebbe la prevalenza dell'intento autoconservativo degli amministratori sull'interesse della società e dei soci che potrebbero essere favoriti dal cambiamento del controllo"⁶⁵.

Anche in questo caso, gli orientamenti giurisprudenziali dominanti sono nel senso di ritenere incensurabili decisioni della specie adottate dagli amministratori, in quanto, per poter argomentare diversamente, occorrerebbe provare che essi hanno agito in conflitto di interessi con la società. Nel leading case Cheff v. Mathes è bastato agli amministratori sostenere "di avere diverse strategie, migliori di quelle dell'offerente, per il futuro dell'impresa"⁶⁶, per evitare la soccombenza.

Insomma, due pesi e due misure a seconda che profili di disparità di trattamento derivino dalla proposta di acquisto, allora da perseguire con i fulmini della legge, ovvero dalla difesa dell'esistente quale espressione dell'interesse sociale, al cui altare ben possono essere immolati. Quasi che dal ricambio del controllo debbano derivare alla società danni certi laddove, di converso, dalla conservazione dell'originario assetto proprietario non possano conseguire altrettanto certi vantaggi. La evidente ipocrisia di considerare l'interesse sociale come equivalente all'interesse di quel proprietario tradisce, anche in questo caso, i limiti di una nozione (e di una teoria) da sempre equivoca quanto estremamente pericolosa. Ciò segnatamente a fronte della recente dimostrazione che talune tecniche

65. Ibid. p. 1259.

66. Delaware Court of Chancery, 1964, vol. 41, p. 494, 199 A. 2d.

difensive incidono negativamente sul prezzo di mercato delle azioni della società, provocando perdite agli azionisti. E' stato, invero, evidenziato, come "sebbene gli azionisti possano godere di un extra premio nel caso in cui all'introduzione di una pill abbia comunque fatto seguito l'acquisizione, nella media tale vantaggio non compensa l'effetto della perdita di valore delle azioni nei casi, ben più numerosi, in cui la pill ha l'effetto di preservare l'indipendenza della società"⁶⁷.

Se le riflessioni che precedono sono corrette, ne deriva che il vero problema delle OPA non consiste nell'effettuare, ex ante, scelte di campo a favore dell'uno o dell'altro dei contraenti, ma solo di rinvenire tecniche giuridiche tese a evitare che una delle parti possa godere di indebite posizioni di vantaggio generate da opacità informative su rilevanti aspetti dell'operazione, ovvero da erronee e ingannevoli rappresentazioni della realtà. Siffatta opzione metodologica, che muove da una uguaglianza per tutti i soggetti coinvolti, compresi ovviamente gli azionisti esterni, del diritto a conoscere quale presupposto del diritto di scegliere, costituisce espressione di una regola di libertà individuale e, a un tempo, di un criterio di efficienza economica. Non a caso, almeno nei desiderata, essa caratterizza la più nota legislazione in materia di OPA, e cioè il Williams Act statunitense del 1968.

10. Un esempio di neutralità: il Williams Act

La più significativa caratteristica della legge federale statunitense è data dallo spirit of neutrality che informa le disposizioni che la compongono rispetto agli

67. Regoli, Nella jungla cit., c. 330, che menziona Security and Exchange Commission, Studies on Poison Pills, 23 ottobre 1986, chap. 6-21.

interessi in campo.

Così, la sect. 13(d) del Securities and Exchange Act del 1934, come emendata nel 1968, dispone, analogamente del resto a quanto previsto in tema di possesso azionario da parte di esponenti societari a fini anti insider, che chiunque divenga proprietario di più del 5 per cento del capitale, con riferimento a singole categorie di azioni, debba comunicare alla SEC, entro dieci giorni dall'acquisto, i dati riguardanti la propria identità e affidabilità, l'origine e l'ammontare dei fondi impiegati per l'acquisto, qualsiasi programma o proposta di apportare rilevanti modifiche nella struttura della società qualora l'acquisto preluda a un'OPA, il quantitativo di azioni già possedute, i dettagli su eventuali accordi con altre parti riguardanti le azioni da acquistare.

La norma è evidentemente tesa ad assolvere finalità informative nei confronti di tutti gli azionisti. Essa si presta tuttavia, al pari d'altronde della omologa disposizione anti insider⁶⁸, a facili aggiramenti. In particolare, nessuna regola vieta al raider di continuare ad acquistare azioni nell'intervallo dei cennati dieci giorni. In tale lasso temporale, egli può riuscire ad acquisire anche aliquote pari o superiori al 20 per cento senza alcuna

68. Trattasi della sect. 16 del Securities and Exchange Act del 1934, che, al primo comma, impone, a carico degli azionisti di una certa rilevanza titolari di almeno il 10 per cento del capitale, nonché a carico degli amministratori e degli alti dirigenti che possiedono azioni della società, indipendentemente dal loro ammontare, l'obbligo di rendere pubbliche tutte le operazioni relative a tali titoli, iscrivendole in un apposito registro presso la SEC. Nel comma secondo dello stesso articolo è poi imposto a carico degli stessi soggetti l'obbligo di lasciar trascorrere almeno sei mesi tra ogni operazione relativa ai titoli della società. Sui limiti della disposizione cfr. Carriero, Informazione, mercato cit., pp. 47 ss.

possibilità di difesa da parte della società-bersaglio e degli stessi azionisti esterni, visto che l'intenzione di pervenire al controllo della società viene resa nota solo dopo la cessione delle azioni al più basso prezzo ante OPA. Per tali motivi, viene avanzata dalla dottrina⁶⁹ la proposta di modificare la menzionata regola in tre punti: a) la percentuale del 5 per cento, superata la quale sorge l'obbligo di pubblicità, dovrebbe essere ridotta al 2 per cento; b) durante l'intervallo dei dieci giorni, entro cui l'obbligo di pubblicità va adempiuto, non deve esser consentito acquistare ulteriori azioni; c) dovrebbe vietarsi l'acquisto di percentuali superiori al 5 per cento del capitale con mezzi diversi da una tender offer.

La sect. 14(d)-6 statuisce il principio dell'acquisto proquota nel caso in cui l'offerta di vendita delle azioni superi la domanda, mentre la sect. 14(d)-7 prescrive che di ogni aumento del prezzo di una offer beneficino anche gli azionisti che abbiano aderito prima dell'aumento del prezzo di offerta.

Last but not least, la sect. 14(e) obbliga sia l'offerente che chi è chiamato a difendersi a rendere pubbliche tutte le informazioni significative, sancendo la illiceità di affermazioni non veritiere su fatti di rilievo, nonché ogni omissione tale da rendere fuorvianti le dichiarazioni rese (misleading statements) e ogni comportamento fraudolento, decettivo o distorsivo (fraudulent, deceptive or manipulative) direttamente o indirettamente collegato a una offerta pubblica.

E' di tutta evidenza, nell'ambito di tali scarse di-

69. M. Lipton, Corporate Governance in the Age of Financial Corporatism, in "University of Pennsylvania Law Review", 1987, vol. 136, n. 1, pp. 59 ss.

sposizioni, il rilievo di quest'ultima norma, che costituisce una vera e propria clausola generale di correttezza in capo ai contendenti. Ciò per almeno tre ordini di considerazioni.

La prima: non di tutte le informazioni si fa carico alle parti dell'obbligo di disclosure, ma delle sole notizie davvero significative. Essendo invero nota a quel legislatore l'esistenza di "un punto critico dell'informazione societaria, al di là e al di qua del quale non v'è equilibrio"⁷⁰, egli si è peritato di: a) approntare una regola tesa a realizzare una tutela effettiva e non soltanto apparente a favore dell'azionista, demandandone l'attuazione alla SEC; b) scoraggiare la produzione di un coacervo di dati di scarsa intellegibilità che, lungi dal tutelare il risparmiatore, è in grado di assicurare vantaggi informativi ulteriori solo in capo agli investitori istituzionali, o ai cosiddetti iniziati, allargando così la forbice delle asimmetrie informative anziché ridurla. Il raffronto con nostre recenti tecniche legislative in materia di mercato mobiliare è d'obbligo, se è vero che "l'eccessiva quantità di dati contenuti nei prospetti, un'estrema difficoltà di lettura per chi non è tecnico del settore, l'impossibilità di conoscere le effettive caratteristiche dei prodotti finanziari disincentivano il risparmiatore dalla lettura del prospetto"⁷¹, alimentando così quei fenomeni di disinformazione tanto esorcizzati.

La seconda: lungi dal considerare rilevanti ai fini indicati le sole dichiarazioni ingannevoli, la disciplina antifrode americana si estende a fenomeni di colpevoli omissioni capaci di ingenerare distorte rappresentazioni della realtà nei destinatari. Questo non può stupire, ove solo si rammenti l'approccio al problema della meritevolezza

70. Rossi, Trasparenze e vergogna cit., p. 207.

71. G. Di Chio, Regole di comportamento del nuovo intermediario polifunzionale, in "Società", 1991, p. 590.

o no di tutela da asimmetrie informative conseguenti all'uso di informazioni frutto della propria ricerca, ovvero di informazioni casualmente acquisite, anche con riferimento alla reticenza sui propri piani speculativi, operato da una dottrina statunitense in chiave di diritto dei contratti⁷². Si è altrove⁷³ provato a verificarne la ricaduta nell'ipotesi della tutela civilistica dall'insider trading sotto il profilo della rilevanza del dolo incidente nei rapporti contrattuali, confortati in questo dalla giurisprudenza della Cassazione⁷⁴ che assume la ricorrenza della fattispecie tanto in attività ingannatorie provocate da raggiri, artifici, menzogne o altro (dolo commissivo), quanto nel nascondere

72. A. T. Kronman, Errore e informazione nell'analisi economica del diritto contrattuale, in AA.VV., Interpretazione giuridica e analisi economica, Milano, 1982, p. 337.

73. Cfr. Carriero, Informazione, mercato cit. pp. 216 ss.

74. Cass., 4 ottobre 1948, n. 1667, in "Giurisprudenza italiana", 1949, I, 1, p. 296; Cass., 14 ottobre 1966, n. 2459, in "Giurisprudenza italiana, Massimario", 1974, n. 650, fino alle più recenti Cass., 4 aprile 1990, n. 2798, in "Giurisprudenza Italiana", 1991, I, 1, p. 456, con nota di C. Iacovino, Dolo incidente e prescrizione del diritto al risarcimento del danno, e Cass., 29 agosto 1991, n. 9227, in "Il Foro italiano", 1992, I, c. 767. Riguardo alla rilevanza della reticenza ai fini della configurabilità del dolo omissivo, cfr. Cass., 22 dicembre 1983, n. 7572, in Repertorio del Foro italiano, 1983, voce Contratto in genere, n. 306, e Cass., 12 dicembre 1986, n. 7418, ivi, 1986, voce Assicurazione (contratto), nn. 49 e 50. In dottrina, sul tema della reticenza nei contratti, si rinvia principalmente a G. Visintini, La reticenza come causa d'annullamento dei contratti, in "Rivista del diritto civile", 1972, I, pp. 167 ss. Sulla rilevanza della clausola generale di correttezza nella società per azioni, cfr. invece A. Gambino, Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni, Milano, 1987. Da ultimo, per una compiuta ricostruzione di solidi argomenti a favore dell'applicabilità, nel nostro ordinamento, del concetto di dolo negativo o omissivo, cfr. C. Colombo, Il dolo nei contratti: idoneità del mezzo fraudolento e rilevanza della condotta del deceptus, in "Rivista di diritto commerciale", 1993, soprattutto pp. 379 ss.

alla conoscenza altrui fatti o circostanze decisive per la conclusione dell'affare (dolo omissivo). Dovendo altrimenti ripetersi, a quella proposta interpretativa non si può che far qui rinvio.

La circostanza che anche in sede OPA si agiti la questione della tutela da strumentali comportamenti omissivi in casi nei quali esiste un dovere a rivelare, testimonia della rilevanza del problema reticenza nell'ambito del diritto dei valori mobiliari e della necessità di rinvenire adeguate risposte giuridiche coerenti con i principi dell'ordinamento. In tal guisa, la vis espansiva della categoria del dolo omissivo pare, anche in questo caso, poter costituire utile punto di riferimento per l'interprete, considerato che le regole del gioco, oltre a essere le stesse contemplate in materia di diritto dei contratti, sono destinate a operare in termini affatto identici e con risultati largamente coincidenti. Da ultimo: la centralità del ruolo dell'Organo di controllo. Il significato della norma in rassegna è infatti "ulteriormente rafforzato dalla previsione secondo cui è affidato alla SEC il compito di definire quando determinati comportamenti siano 'fraudolenti, decettivi o distorsivi' e di stabilire quali siano gli strumenti adatti a prevenire tali comportamenti: conformemente all'obiettivo espresso dal Congresso di rendere noti i fatti attinenti all'offerta affinché gli azionisti abbiano l'opportunità di assumere una decisione in modo corretto, la legge riconosce vasti poteri alla SEC di emanare regolamenti che garantiscano agli investitori la possibilità di ottenere tutte le informazioni necessarie a che una decisione ponderata sia presa"⁷⁵.

Certo, a fronte di tale policy of neutrality la legislazione statale (dei singoli Stati) fa registrare macroscopiche ipotesi di protezione degli interessi del management

75. Carcano, OPA ostili cit., p. 1246.

che più volte hanno interessato le corti americane per il palese conflitto con i principi della richiamata legislazione federale. E' tuttavia auspicabile che ciò non sia idoneo a modificare gli obiettivi generali del sistema, almeno fino a quando la SEC continuerà a ritenere che la norme statali in tema di difesa dalle OPA "minano l'efficienza e arrecano pregiudizio alla liquidità del mercato mobiliare statunitense"⁷⁶.

11. Informazione societaria e funzioni dell'Autorità di controllo

Il senso del sintetico richiamo alle linee guida della legislazione nordamericana sull'OPA è quello di evidenziare come ben possano convivere esigenze di tutela dell'azionista minoritario e di corretto svolgimento della contesa con profili di efficiente allocazione del controllo dell'impresa, solo che si rinunci a strumentali quanto immotivate (o, meglio, motivate da altri, inconfessati interessi) crociate aventi lo scopo di modificare dall'esterno i rapporti di forza tra aggressore e aggredito e, con essi, le regole del gioco della dialettica endogena alla società per azioni.

E', infatti, del tutto "estraneo allo spirito che informa il Williams Act assumere posizione a favore dell'una o dell'altra parte o pretendere che i contendenti si astengano dal combattere per mantenere (o acquisire) il controllo della società: se non fosse vera questa interpretazione della legge, al raider e al management della società bersaglio verrebbe riconosciuto il ruolo, puramente passivo, di spiegare agli azionisti a quali vantaggi, o a quali svantaggi, andreb-

76. Ibid., p. 1255.

bero incontro nell'accettare una determinata proposta"⁷⁷.

Ciò posto, resta da affrontare la questione, tutt'altro che di semplice momento, di quando del mercato allocativo del controllo societario possa predicarsi l'efficienza.

Nel linguaggio economico, una situazione si dice efficiente o ottimale in senso paretiano se non v'è alcun cambiamento che possa migliorare la posizione di taluno senza peggiorare quella di altri. Specularmente, se una situazione non è efficiente nel senso indicato, allora, per definizione, si può migliorare la posizione di qualcuno senza compromettere quella di altri⁷⁸.

Tale problema occupa, per definizione, prevalentemente l'economista.

E tuttavia, nella dichiarata consapevolezza di ciò, non appare lecito al giurista sottrarsi alla verifica relativa alla sussistenza o no delle condizioni ordinamentali idonee a rendere "efficiente" in senso economico il mercato considerato.

Non a caso, il problema dell'applicazione della legge rappresenta, in ambito di analisi economica del diritto, una estensione della nota teoria dei costi transattivi⁷⁹.

77. Ibid., p. 1247.

78. Questa definizione di efficienza è tratta da A. M. Polinsky, Una introduzione all'analisi economica del diritto, con postfazione di R. Pardolesi, Roma, 1992, p. 9.

79. La nota teoria di R. H. Coase (cfr. The Problem of Social Cost, in "Journal of Law and Economics", 1960, vol. 3, n. 1), viene da Polinsky estesa alla applicazione della legge alle pp. 97 ss. del testo innanzi menzionato.

Ora, se l'analisi svolta nelle pagine che precedono è corretta, pare potersi affermare che lo strumento istituzionalmente deputato a fungere da unità di misura dell'efficienza allocativa del mercato debba risiedere nella trasparenza dello stesso e nella qualità dell'informazione al pubblico relativa a vicende societarie (scilicet, di società quotate) di rilevanza generale.

Ciò costringe infatti chi voglia strumentalmente avvalersi dell'OPA per liquidare o "far esplodere" la società, da un lato, ovvero chi intenda difendere suoi privilegi a danno della società e dei soci, dall'altro, a dichiarare apertamente tali propositi, permettendo così l'adozione di comportamenti conseguenti. Nel contempo, favorisce l'adozione di scelte consapevoli da parte di tutti i soggetti coinvolti nell'OPA senza produrre costi legali riconducibili a dogmi di esasperato egualitarismo, capaci di modificare l'assetto teoricamente ottimale del mercato considerato.

La tesi esposta, nel supporre un aumento dei costi transattivi, sub specie costi di informazione, finalizzato a favorire la realizzazione di mercati efficienti dell'allocazione proprietaria dell'impresa, si iscrive, sul piano teorico più generale, nell'ambito della cosiddetta "versione debole" del teorema di Coase.

Risulta pertanto facile ma anche, per certi versi, scontata, l'obiezione che essa, portata alle estreme conseguenze, potrebbe, per dirla con la Chicago School, favorire la reviviscenza di un assioma, appunto quello della endogena efficienza dei mercati, pregno di connotazioni ideologiche piuttosto che di intrinseca razionalità.

In realtà, si ha piena consapevolezza che l'asserito

dogma di efficienza dei mercati "in forma forte"⁸⁰ rappresenta niente di più che un mito, quotidianamente revocato in dubbio. In tal guisa, è assolutamente aliena alle intenzioni di chi scrive ogni rappresentazione tesa alla totale eliminazione delle asimmetrie informative fisiologicamente proprie di mercati della specie. Ciò anche nella dichiarata consapevolezza, innanzi espressa, che un mercato perfettamente trasparente, in quanto idoneo a porre in modo immediato tutte le informazioni rilevanti a disposizione di tutti gli investitori, costituirebbe la negazione del mercato stesso, tendendo a ridursi fino a scomparire la distanza tra i livelli dei prezzi ai quali si determina la convenienza a vendere o a comprare.

Non è, dunque, questo il senso del richiamo agli obblighi informativi, quanto piuttosto quello di evidenziare che, in ipotesi di OPA su società quotate, vengono in considerazione interessi la cui tutela può convenientemente realizzarsi proprio sul piano informativo.

In sintesi, pare a chi scrive che il problema dell'efficiente allocazione della proprietà di società quotate sia problema strutturalmente diverso da quello dell'efficiente allocazione dell'impresa individuale. Mentre infatti, in questo caso, gli unici interessi in gioco sono quelli del potenziale acquirente e del potenziale venditore (si prescinde dagli interessi dei lavoratori, che si collocano su un piano diverso da quello qui in discussione), in quello concorrono anche posizioni meritevoli di tutela dell'azionariato c.d. "esterno". Sicché, se è corretto ed efficiente (sul piano economico, come su quello della sollecitazione alla produzione di informazioni) riconoscere

80. Sulla nozione di efficienza in forma forte dei mercati finanziari, cfr. S. Barsella, Insider trading e obblighi di divulgazione delle informazioni sui mercati finanziari, Consob, Quaderni di finanza r. 1, 1990, pp. 14 ss.

un diritto alla reticenza quale espressione del property right dell'informazione in capo a potenziali acquirenti di imprese individuali, non altrettanto corretta ed efficiente sarebbe l'attribuzione di un uguale diritto in capo a chi, tramite l'acquisto del 50,01 per cento delle azioni o meno, acquisti di fatto il controllo al cento per cento della società, con pienezza di poteri tanto dispositivi quanto di godimento.

La compresenza, in quest'ultimo caso, di categorie di soggetti diversi dal proprietario del pacchetto di controllo, in ipotesi interessate a valutare la convenienza di restare nella società in alternativa a quella di vendere i titoli di partecipazione, legittima l'imposizione, in capo all'acquirente, di obblighi informativi sui propri piani speculativi e, con essi, di maggiori costi transattivi.

Perché non resti sul piano delle pie e buone intenzioni, questo postula un ruolo attivo dell'autorità di controllo non solo nella individuazione delle informazioni davvero significative da divulgare al pubblico in occasioni della specie, ma anche nell'accertamento della veridicità delle comunicazioni societarie. Completezza e correttezza dell'informazione non importano certo che l'autorità debba spingersi a valutare nel merito l'intrinseca bontà o meno dell'offerta, dovendo tale giudizio essere indefettibilmente rimesso al mercato, ma non tollerano neanche, come è avvenuto in un noto caso italiano, che le funzioni dell'organo di controllo consistano esclusivamente nella burocratica verifica dell'osservanza del contenuto obbligatorio del prospetto informativo, indipendentemente dalla esattezza o

dalla falsità dei dati trasmessi⁸¹.

-
81. Cass., 14 gennaio 1992, n. 367, in "Il Foro italiano", 1992, I, c. 1421, con nota di A. M. Princigalli. La sentenza è nota principalmente per rigettare qualsiasi pretesa risarcitoria di privati risparmiatori in dipendenza di fatti che si assumono illeciti, e dunque fonte di danno, della pubblica amministrazione. La circostanza che nel caso di specie viene in considerazione non un comportamento positivo tradotto in atto amministrativo, ma piuttosto un comportamento omissivo dell'amministrazione pubblica, con i noti limiti di impugnabilità e di intervento da parte del giudice competente, induce a più amare riflessioni sulla concreta esistenza di un qualche meccanismo giuridico di tutela del privato a fronte di situazioni della specie.

La conclusione cui si perviene nel testo costituisce, ovviamente, solo la fase prodromica per ulteriori analitiche valutazioni su "quale" trasparenza con riferimento alla materia trattata. Ancora una volta, i limiti di questo lavoro non consentono che di evidenziare gli obiettivi da tutelare e la logica sottostante all'approccio prescelto, che è nel senso di ritenere l'informazione significativa in grado di coniugare due variabili apparentemente antitetiche, quali efficienza aggregata, da un lato, e scelte individuali, dall'altro. Per una significativa ricostruzione del problema in chiave E.A.L. e, soprattutto, per gli spunti che offre anche con riferimento al fenomeno qui considerato, cfr., al riguardo, D. Caruso, Relazioni precontrattuali e teoria dei giochi, in "Quadrimestre", 1991, pp. 810 ss. Intanto, sul versante dell'ampliamento della tutela risarcitoria a fronte di comportamenti commissivi o omissivi in grado di ingenerare distorte rappresentazioni della realtà, nuova e più consistente linfa tesa a rendere finalmente effettivo il principio generale di correttezza deriva dalla recente pronuncia di Cass., 13 gennaio 1993, n. 343, in "Giurisprudenza italiana", 1993, I, p. 2129, con nota di G. Sicchiero, Appunti sul fondamento costituzionale del principio di buona fede, per la quale "la normativa di correttezza nell'adempimento delle obbligazioni, prevista da molteplici norme del nostro ordinamento e confortata dal precetto costituzionale (art. 2 Cost.) che impone il rispetto dell'inderogabile dovere di solidarietà sociale, esige attuazione piena ... Ciò comporta che diritti e obblighi, seppure specificamente regolati dalle norme che li prevedono, non possono mai prescindere dall'osservanza del principio di buona fede, operante all'interno delle posizioni soggettive, non potendo l'autore di un comportamento scorretto trarre da esso utilità con l'altrui danno".

L'impiego della clausola generale di correttezza, presente nel nostro ordinamento, e la sua estensione a comportamenti omissivi, potrà poi consentire un'adeguata tutela giudiziale agli aventi diritto, anche sul piano risarcitorio.

Dal censimento degli interessi in gioco fin qui svolto non v'è specifica menzione di una categoria di soggetti affatto interessata alle sorti della società in relazione all'OPA: quella dei creditori. Ciò è di manifesta evidenza, così come sono del pari evidenti le perplessità che attraverso una compiuta informazione societaria tali interessi possano ricevere adeguata tutela.

Peraltro, i limiti della ricerca e, soprattutto, il rilievo della più vasta portata di questa problematica, che attraversa orizzontalmente il diritto delle società nel suo passaggio dalla fase "atomistica" a quella "molecolare", cioè dalla soggettività individuale al gruppo, ne fanno un autonomo capitolo da trattare in una sede diversa e ulteriore rispetto a quella, più circoscritta, delle offerte pubbliche di acquisto.

12. Esercizi applicativi

Scopo di questa parte del lavoro è l'individuazione di soluzioni interpretative ad alcune tra le principali questioni sottese alla disciplina delle offerte pubbliche predisposta dalla legge 149 del 1992 sulla scorta di una ratio legis individuata nella incentivazione all'efficiente allocazione della proprietà della grande impresa nell'ambito

del mercato del controllo societario⁸². Invero, qualora venisse accertata l'esistenza di disposizioni viziate da contraddittorietà con tale ratio, si evidenzerebbero sicuri costi applicativi in grado di vanificare quella redistribuzione del controllo⁸³ che si ritiene possa giocare un ruolo non secondario per il raggiungimento dell'obiettivo dell'efficienza allocativa⁸⁴. Obiettivo che, per le ragioni innanzi esplicitate, è perseguibile attraverso strumenti di rimozione delle opacità del mercato e che costituisce il mezzo più idoneo per assicurare miglioramenti della capacità competitiva delle imprese⁸⁵.

82. E invero, sotto il versante economico "quanto minore è l'efficienza con cui viene riallocato il controllo delle imprese, tanto più frequente è il caso in cui le imprese non sono controllate dalla persona più idonea a controllarle": così F. Barca, Allocazione e riallocazione della proprietà cit., p. 8.

83. L'aspetto della antieconomicità della legge e della sua conseguente ineffettività emerge in tutta la sua rilevanza a proposito dell'acquisizione del controllo di diritto della capogruppo e dell'art. 16 (segnatamente per le tecniche difensive), ma presenta aspetti di sicura rilevanza anche con riferimento ad altre disposizioni di legge.

84. Si è già avuto modo di osservare che laddove il fenomeno delle tender offers è ben conosciuto, tra le motivazioni più di frequente addotte per spiegarne la vigenza ricorre, infatti, l'intenzione dell'offerente di sfruttare il potenziale dell'azienda bersaglio non adeguatamente utilizzato dal management dell'azienda stessa, e si sottolinea come i takeovers siano percepiti dal mercato azionario come transazioni produttive di valore: cfr. R. C. Clarks, Corporate Law, Boston, 1986, pp. 533-42, il quale, visti gli altri costi dell'offerta pubblica, pone tuttavia la questione della plausibilità della spiegazione in chiave di sinergia in quanto, in tal caso, per il raggiungimento di tale obiettivo sarebbe più conveniente realizzare una fusione.

85. In relazione alle offerte pubbliche di vendita e di sottoscrizione la dottrina ha individuato tre tipi di interessi coinvolti e cioè l'interesse alla trasparenza dell'operazione, quello alla parità di trattamento (pro rata rule) e l'interesse al corretto svolgimento dell'o-

Accertare se la vigente regolamentazione delle acquisizioni di società quotate tramite offerta pubblica svolga tale funzione o, invece, se essa la ostacoli, è compito che appare tanto più significativo in considerazione delle caratteristiche del contesto nazionale, contraddistinto dalla frammentazione della proprietà della grande impresa privata tra poche famiglie e dalla scarsa diffusione della crescita esterna tramite fusioni e acquisizioni, in particolare, con riferimento a due peculiarità degli assetti proprietari e di controllo italiani e cioè il ruolo degli accordi parasociali e la struttura di gruppo.

Pertanto, nell'esame dei profili attinenti alla trasparenza delle informazioni sull'assetto proprietario delle società quotate disponibili in capo ai soggetti interessati ad acquisirne il controllo e alla attuazione dei diversi obblighi di acquisto, si indagherà il ruolo degli accordi parasociali nell'impianto normativo e le sue interrelazioni con il rapporto di controllo. La consapevolezza di fondo è che un'informazione quanto più possibile completa e trasparente dello scenario societario dei potenziali bersagli di un'offerta pubblica vale anche, quantomeno in via tendenziale, a evitare "trappole" per il bidder. In tale quadro si esaminerà la portata della deroga all'obbligo di ricorrere all'offerta pubblica per gli spostamenti del pacchetto di controllo nelle imprese inserite in un gruppo. Con riferimento al secondo profilo, verrà poi

(Continuazione nota 85 dalla pagina precedente)

perazione, intendendosi con ciò la tutela delle caratteristiche dell'offerta, così come descritte nei prospetti informativi. In relazione alle offerte pubbliche di acquisto verrebbe in considerazione, oltre ai cennati interessi, anche quello a un corretto funzionamento del mercato del controllo societario, nel senso di assicurare a ogni azionista di poter vendere i propri titoli e di garantire la distribuzione del premio di maggioranza: cfr. Montalenti, La legge italiana cit., p. 835.

analizzata la ricaduta delle previsioni in tema di offerta c.d. preventiva, successiva e residuale sul problema dei costi di applicazione della legge⁸⁶.

Prima di procedere oltre, costituisce una doverosa avvertenza per il lettore anticipare che si tratta di un primo esercizio, avente valore emblematico, per verificare l'attendibilità dell'applicazione della tecnica ermeneutica prescelta alla normativa in esame.

13. Offerte pubbliche di acquisto e accordi parasociali

Iniziando dal tema delle interrelazioni tra normativa OPA e accordi parasociali, occorre verificare se le disposizioni della legge 149 del 1992 attinenti alla stipulazione di patti parasociali non comportino elevati costi applicativi che possano seriamente compromettere il ricambio del controllo.

86. Alla breve disamina della morfologia delle diverse offerte pubbliche di acquisto compiuta nel primo capitolo si può aggiungere, in via di estrema sintesi, un raffronto con le esperienze straniere. L'obbligo di offerta successiva in capo a chi ha già acquistato il controllo o una partecipazione di riferimento (art. 10, comma 8) trova una corrispondenza nella normativa francese, che a differenza della disciplina nazionale impone un'offerta totalitaria. Per ciò che concerne le offerte residuali per sopravvenuta scarsità del flottante ex art. 10, comma 9, che ricalca il modello francese della c.d. offre de retrait, una disposizione analoga si rinviene (oltre che nel Réglement général des bourses de valeurs francese), anche nel Financial Service Act britannico, mentre nella prassi americana sono noti i c.d. freeze-outs. Per i necessari riferimenti comparatistici cfr. R. Weigmann, Le offerte pubbliche cit., pp. 317 ss.

Prima di calarsi in medias res⁸⁷, deve innanzitutto sgombrarsi il campo da questioni preliminari, quali eventuali malintesi definitivi e l'ammissibilità dei patti di sindacato nel nostro ordinamento⁸⁸.

In relazione al primo punto, possibili fraintendimenti potrebbero essere ingenerati dal difetto di univocità nel linguaggio legislativo in cui ricorrono espressioni diverse e non sempre coincidenti: si parla, infatti, di sindacati di voto (artt. 10.2, 10.3), di patti di sindacato (artt. 27.4, lett. a) e lett. c), di accordi circa l'esercizio del proprio diritto di voto (art. 7. 2) e, ancora, di accordo tra soci in merito all'esercizio dei diritti inerenti alle azioni e al

87. Cfr. Montalenti, La legge italiana cit., p. 857, il quale pur partendo dall'affermazione che il problema della validità dei sindacati di voto e di blocco non influenza in alcun modo l'interpretazione della legge 149, affronta comunque - sia pure incidenter tantum - il tema delle interrelazioni tra la validità degli accordi e le offerte pubbliche.

88. L'attenzione della dottrina è stata prevalentemente incentrata sul profilo della validità degli accordi stessi e, in particolare, sulle eventuali interferenze dei patti di sindacato con il principio di libera trasferibilità delle partecipazioni azionarie. Al di là del suo interesse teorico, il punto è comunque di sicura rilevanza ai fini dell'indagine in quanto potrebbe sostenersi che la stipulazione di un sindacato di voto o di blocco non si limiti a esplicitare i propri effetti unicamente nei confronti dei soci sindacati o a influire sulla vita sociale ma, al contrario, possa riflettersi all'esterno della società, segnatamente nei confronti del soggetto interessato ad acquisire il controllo della società le cui partecipazioni siano sindacate. In questo ambito, ha costituito oggetto di dibattito l'eventualità che attraverso la stipulazione di accordi parasociali si disponga di un potere maggiore di quello riveniente dal mero possesso azionario e che accordi della specie, essendo di natura extra-assembleare, siano in grado di alterare il processo di formazione della volontà della persona giuridica.

trasferimento delle stesse (art. 10.4)⁸⁹. La molteplicità delle espressioni usate non vale a delineare fattispecie contrassegnate da peculiarità idonee a distinguerle dalle figure tradizionalmente enucleate nell'ambito della comune nozione di accordo parasociale⁹⁰, e cioè principalmente dai patti di sindacato. Tutte le citate espressioni usate dalla legge 149 del 1992 appaiono comunque riconducibili a figure note alla dottrina che con l'espressione "sindacati di voto" fa riferimento a quegli accordi, generalmente riservati, tra soci che vincolano, per un certo periodo di tempo, l'esercizio del diritto di voto nell'assemblea secondo quanto stabi-

89. La legge 149 del 1992, facendo riferimento ai patti di sindacato, si è discostata dai precedenti stranieri e, in particolare, dalla c.d. action de concert d'oltralpe. Questa, così come definita dall'art. 18 della legge 89-531, è individuata in modo indiretto definendo i "concertisti" (persone fisiche e giuridiche) anziché l'azione e supponendo un accordo concluso tra le (diverse persone) interessate a un'azione comune intrapresa in tale contesto. L'accordo di concerto è pertanto un accordo concluso al fine di cedere o acquistare dei diritti di voto o in vista di esercitare dei diritti di voto per mettere in opera una politica comune: cfr. Mogini e Munari, L'"affaire Perrier" cit., p. 28.

90. Con tale espressione, coniata da G. Oppo, Contratti parasociali, Milano, 1945, si indicano i contratti con i quali i soci "dispongono dei diritti che derivano loro dall'atto costitutivo impegnandosi reciprocamente a esercitarli in modo predeterminato": così F. Galgano, Società per azioni, in Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico, Padova, VII, 1988, p. 94. Le convenzioni di voto contengono clausole di tipo procedimentale che fissano vincoli di collaborazione tra i soci sindacati e "che determinano la partecipazione dei soci stessi negli organi della società": cfr. P. G. Jaeger, Il problema delle convenzioni di voto, in "Giurisprudenza commerciale", 1989, p. 247. I contratti parasociali possono disciplinare anche diritti e obblighi estranei alla disciplina dell'atto costitutivo, come ad esempio i patti di restrizione della concorrenza a vantaggio della società: cfr. M. C. Malaguti, I limiti soggettivi di efficacia dei patti parasociali, in "Contratto e impresa", 1991, p. 523.

lito dalle clausole dell'accordo stesso⁹¹.

In relazione al secondo punto, la questione non è di poco momento: qualora, infatti, non fosse configurabile la legittimità del sindacato⁹², ne sarebbe esclusa in nuce la

91. Cfr. G. Sbisà, Sindacati di voto e rappresentanza in assemblea, in "Rivista delle società", 1991, p. 1381: l'autore sottolinea che il rispetto degli accordi assunti è talvolta affidato alla spontanea osservanza da parte degli aderenti al patto, mentre in altri casi, anziché limitarsi a una censura morale in caso di inadempimento, si preferisce ricorrere ad appositi strumenti giuridici, quali la costituzione di holding, di società fiduciarie, di società semplici, di comunione di quote, di mandato collettivo e irrevocabile e la previsione di clausole penali, per garantirne l'attuazione. Per sindacati di blocco si intendono, invece, quegli accordi in base ai quali le parti si impegnano a non vendere per un certo periodo e/o a offrire in prelazione ad altri le proprie azioni o, ancora, quelli che attribuiscono il diritto di opzione per il loro acquisto: cfr. Costi, I sindacati di blocco e di voto cit., p. 472. Non sarebbero, invece, patti di sindacato - beninteso ai fini della disciplina dell'OPA obbligatoria - i patti che regolano l'esercizio del voto nella sola assemblea straordinaria, poiché anche in tale ipotesi non si realizzerebbe alcuna influenza nell'assemblea ordinaria dei soci: cfr. N. Irti, I patti di consultazione, in "Giurisprudenza commerciale", 1992, pp. 1375 ss. In proposito va rilevato che, in base al disegno di legge di iniziativa parlamentare n. 862 del 1992 che dispone modifiche all'art. 10 della legge 149 del 1992, in "Rivista delle società", 1993, pp. 732 ss., i patti di consultazione e ogni altro patto che non comporti obblighi espliciti di voto tra i partecipanti andrebbero sottoposti a disciplina legislativa. La proposta si fonda sulla considerazione che "tramite un patto di mera consultazione è potenzialmente possibile, di fatto, acquisire il controllo di società senza OPA".

92. Esula dall'economia della presente trattazione la questione del contenuto delle clausole dei sindacati di voto. In argomento, incidenter, si ricorda che, nella comune nozione non dovrebbero rientrare gli accordi aventi a oggetto temi che non pertengono all'assemblea dei soci, ma a decisioni che sono di competenza esclusiva degli amministratori o convenzioni che comportino in capo ai soci sindacati compiti di gestione dell'impresa: cfr. Schlesinger, Sindacati di voto oggetto delle

stessa possibilità di riflesso esterno. Non pare, tuttavia, che una conclusione talmente radicale possa ammettersi: a essa ostano sia le recenti conclusioni della dottrina che la stessa ratio legis delle offerte pubbliche.

Per un verso, infatti, la rigida contrapposizione dottrinaria tra ammissibilità e inammissibilità tout court dei patti di sindacato⁹³ si è stemperata in un atteggiamento

(Continuazione nota 92 dalla pagina precedente)

clausole, in "Giurisprudenza commerciale", 1992, p. 425.

93. In argomento, va rammentato che parte della dottrina riteneva che la funzione dei sindacati di voto corrispondesse a criteri di utilità e di necessità e, pertanto, che questi fossero pienamente ammissibili, e d'altra parte, pur riconoscendo l'esistenza di esigenze pratiche, di converso, concludeva per la loro incompatibilità con i principi dell'ordinamento: sul punto si vedano le rassegne di Jaeger, Il prolema delle convenzioni cit., pp. 201 ss., e di M. Bernardini, Rivisitando la giurisprudenza sui sindacati di voto, in "Contratto e impresa", 1988, pp. 716 ss. La giurisprudenza, dal canto suo, ha finora aderito all'impostazione negativa, sanzionando con la nullità per contrarietà al principio dell'ordine pubblico eventuali stipulazioni aventi a oggetto il diritto di voto, fondandosi principalmente sull'assunto che quest'ultimo costituisce esercizio di una funzione strumentale alla realizzazione di un interesse collettivo. Si è così affermato che "le norme che disciplinano la struttura e il funzionamento delle società regolari, data l'incidenza della loro attività nella vita commerciale e industriale del Paese, cioè in una sfera d'interessi generali della collettività, non sono d'interesse privato, ma di ordine pubblico": cfr. Cass., 25 gennaio 1965, n. 136, in "Giustizia civile", 1965, I, p. 1452. In particolare, la giurisprudenza si è poi mostrata incline a considerare illeciti quei patti di sindacato che accolgono il principio maggioritario nelle deliberazioni interne assembleari, sostenendo che "la libertà di voto ... mentre rimane salva nel caso in cui l'accordo sul voto debba, in sede di sindacato, esser preso all'unanimità, è chiaramente soppressa nei casi in cui sia previsto come vincolante un accordo preso a maggioranza verificandosi, in tal caso, una divergenza fra la volontà che il partecipante esprime - in ossequio al patto - in assemblea e quella da lui espressa nella riunione di sindacato in cui è rimasto in minoranza, con la conseguente possibilità della forma-

più articolato, incline a distinguere tra convenzioni di voto ammissibili e no⁹⁴. Ad esempio, con riferimento alla controversa figura dei sindacati deliberanti a maggioranza, si ritiene che "l'inderogabilità del metodo assembleare riguarda le forme del procedimento" e, pertanto, "qualora esse vengano rispettate non ha alcuna importanza il tipo di organizzazione che viene dato alla convenzione e la struttura che questa assume"⁹⁵. Il metodo assembleare, infatti, garantisce "soltanto ciò che è strettamente a esso inerente: concentrazione, rispetto delle forme, inammissibilità di surrogati"⁹⁶.

L'attribuzione di rilevanza sistematica ad alcune recenti disposizioni intervenute in settori specifici e particolari, aventi a oggetto i sindacati di voto⁹⁷, poi, ha

(Continuazione nota 93 dalla pagina precedente)

zione di una maggioranza assembleare fittizia": cfr. Cass., 23 aprile 1969, n. 1290, Montesi c/ Flegenheim, in "Giustizia civile", 1969, I, p. 1695, e Cass., 23 aprile 1979, n. 1581, in "Giurisprudenza commerciale", 1975, II, p. 575. A proposito dell'affermazione della validità del sindacato di voto che decida all'unanimità Schlesinger, Sindacati di voto cit., p. 428, ritiene che "ove il mancato accordo unanime obblighi all'astensione, si finisce con l'attribuire autentici diritti di veto a tutti i singoli azionisti sindacati", compromettendo il regolare funzionamento dell'assemblea.

94. Cfr. Jaeger, Il problema delle convenzioni cit., p. 231.
95. Ibid., p. 236. L'A., con riferimento al pericolo che il sindacato azionario possa integrare lo strumento con il quale una minoranza organizzata controlli una società, argomentando dal fatto che nella società quotata in borsa la metà del capitale sia senza voto, ritiene che sia legittimo un controllo minoritario delle società di capitali.
96. Cfr. Schlesinger, Sindacati di voto cit., p. 422.
97. Cfr. R. Costi, I sindacati di voto nella legislazione più recente, in "Giurisprudenza commerciale", 1992, pp. 25 ss., che si riferisce alle recenti disposizioni in tema di imprese radiotelevisive, antitrust, di regolamentazione del mercato finanziario.

indotto a concludere nel senso dell'avvenuto riconoscimento legislativo della loro validità.

Precisamente si sostiene che, nel momento in cui si ricollegano al patto di sindacato importanti effetti per il socio, per le società, per i rapporti tra loro e con i terzi, l'ordinamento ne riconosce implicitamente la compatibilità con i propri principi⁹⁸.

Con riferimento alla legge 149 del 1992, la conclusione appena raggiunta appare vieppiù suffragata dalla mancanza del benché minimo indizio nel senso di una valutazione legale di legittimità o no dell'accordo parasociale in sé considerato. In assenza di una espressa presa di posizione sulla validità dei sindacati di voto non può, pertanto, desu-

98. R. Costi ritiene ad esempio che la presenza di obblighi di comunicazione, sanzionati dall'applicazione di sanzioni anche penali, postula in linea di principio la validità e l'efficacia del sindacato di voto. L'Autore suggerisce che dal previgente art. 27, comma 6, della legge antitrust - che consente a un socio "industriale" di appartenere a un sindacato di controllo di un ente creditizio purché la sua partecipazione non sia "determinante per la formazione della maggioranza richiesta per le deliberazioni del sindacato stesso" - si possa poi desumere un indizio a favore della legittimità dei sindacati a maggioranza: cfr. I sindacati di voto cit., p. 41. A ciò aggiungasi quanto potrebbe desumersi dall'art. 5 quater della legge 216 del 1974, così come sostituito dal d.lgs. 27 gennaio 1992, n. 90, di attuazione della direttiva CEE 88/627, relativa alle informazioni da pubblicare al momento dell'acquisto e della cessione di una partecipazione importante in una società quotata in borsa, il quale dispone che "sono in ogni caso considerate controllate le società in cui un altro soggetto, in base ad accordi con altri soci, controlla da solo la maggioranza dei diritti di voto, ovvero ha il diritto di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori". Il riferimento normativo alle deliberazioni prese a maggioranza da un azionista dominante, in accordo con gli altri soci, sembra, pertanto, sufficiente per concludere nel senso della ammissibilità anche del sindacato a maggioranza. Sul punto cfr. Weigmann, Le offerte pubbliche cit., p. 439.

mersi alcun giudizio di disvalore sugli stessi. Al contrario, la legge 149 del 1992 appare improntata a un atteggiamento di neutralità nei confronti degli accordi parasociali, rilevando la loro stipulazione - che viene in considerazione quale fatto preesistente - ai soli fini della trasparenza dell'assetto partecipativo. In tal senso milita la disposizione dell'art. 10, comma 4, come modificata dall'art. 6 del d.l. 31 marzo 1994, n. 216.

Né può ritenersi che i patti di sindacato compromettano l'interesse generale alla libera trasferibilità dei titoli azionari.

In proposito tornano risolutive le conclusioni desumibili dalla querelle sulla compatibilità tra normativa OPA e patti di sindacato. Secondo parte della dottrina vi sarebbe incompatibilità tra OPA e sindacati di voto (o di blocco)⁹⁹: questi dovrebbero considerarsi nulli in quanto contrari a "un principio di ordine pubblico che, pur all'interno del tipo, ne impone l'illiceità perché sono in contrasto con i principi fondamentali di tutela del pubblico risparmio"¹⁰⁰. Ancora, si ritiene che non avrebbe senso "ammettere per le società quotate la validità dei sindacati di blocco e poi disporre legislativamente che, oltre un certo limite di partecipazione, sia obbligatoria un'offerta pubblica di acquisto per un'altra più o meno rilevante quota del capitale quando questa è bloccata". Altra parte della dottrina giunge, invece, a conclusioni opposte. OPA e

99. Cfr. Rossi, Le diverse prospettive cit., p. 1373. Non pare infatti che, dal punto di vista contenutistico, alla differente denominazione corrisponda una effettiva diversificazione, rectius, una reale autonomia tra le due fattispecie: vertendo sulla particolare estrinsecazione del diritto di voto, il sindacato di blocco, pertanto, non sembra altro che una specificazione dell'oggetto del sindacato di voto.

100. Ibid., p. 1372.

sindacati di voto starebbero su due piani distinti: la prima implicherebbe il diritto degli azionisti di vendere mentre, di converso, il patto di blocco dispone e, eventualmente, limita tale diritto¹⁰¹. L'unico profilo di rilevanza dei patti di blocco sarebbe, pertanto, sempre quello dell'obbligo di comunicazione di cui all'art. 10, comma 4. Ad adiuvandum, altra dottrina rileva la scorrettezza metodologica della deduzione della nullità degli accordi di blocco dalle indicazioni della legislazione speciale; da questa, infatti, non potrebbero trarsi argomenti circa la validità o meno delle convenzioni di voto poiché essa prende in considerazione il fenomeno ai soli fini specifici della disciplina del controllo nei diversi ordinamenti sezionali. Sarebbe, poi, tutta da dimostrare l'esistenza del principio non scritto di ordine pubblico che si pretende violato (la parità di trattamento degli azionisti) e la sua pretesa capacità di abrogare sia norme speciali che norme codicistiche.

Inoltre, il patto parasociale non ha rilevanza nei confronti dei terzi e, quindi, non "compromette minimamente gli interessi dell'investitore medio alla libera trasferibilità del titolo che ha comprato"¹⁰².

Ora, l'interpretazione in termini di validità appare tanto più corretta¹⁰³ quando si considerino due dati. In primo luogo, non pare che il principio di parità di trattamento,

101. Ibid., p. 474. L'A. osserva che "la disciplina dell'OPA obbligatoria non comporta il dovere, per il portatore delle azioni per il cui acquisto l'OPA obbligatoria viene effettuata, di vendere le proprie azioni a colui che promuove l'OPA", gli oblati possono, pertanto, non esercitare quel diritto o possono anche vincolarlo con prelazioni a favore di terzi, rinunziarvi, ecc.

102. Montalenti, La legge italiana cit., p. 862; cfr. cap. I.

103. Cfr. Costi, I sindacati di blocco cit., pp. 474-75, e B. Visentini, I sindacati di voto: realtà e prospettive, in "Rivista delle società", 1988, p. 2.

della cui esistenza - come si è innanzi specificato - è già lecito dubitare come principio chiave dell'ordinamento in tema di diritto dei valori mobiliari, possa costituire un argomento valido a far concludere nel senso della incompatibilità tra sindacati di voto e OPA obbligatoria. Ciò è, in particolare, confutabile qualora si ponga mente al fatto che la parità di trattamento tra i soci trova piena realizzazione nella legge OPA solo con riferimento alle offerte preventive ai sensi dell'art. 10, commi 1, 2 e 3.

Infatti, sia nel caso che l'offerta pubblica venga condizionata al raggiungimento di un quantitativo minimo ai sensi dell'art. 17, comma 3, che nel caso dell'acquisizione di un quantitativo di titoli idoneo a garantire il controllo, e comunque superiore al decimo del capitale sociale (art. 18), non si applica la c.d. pro rata rule (art. 20, comma 4)¹⁰⁴. Poiché, dunque, la parità di trattamento non assume (né lo si può ipotizzare) il ruolo di principio unificatore che le si vorrebbe attribuire, essa non può fungere da cartina di tornasole per comminare la sanzione della nullità a quegli accordi che, in quanto espressione di autonomia negoziale, dispongono liberamente dei diritti delle parti contraenti. In secondo luogo, sotto il profilo della libera trasferibilità, il comune diritto societario attribuisce ai patti di sindacato efficacia puramente obbligatoria senza, cioè, riconoscere loro alcuna rilevanza esterna¹⁰⁵. Ulteriore argomento a favore della compatibilità tra principio di libera trasferibilità e patti di sindacato, infine, è quello attinente alla stessa

104. Cfr. Weigmann, Le offerte pubbliche cit., p. 435. La pro rata rule si applicherebbe nel caso dell'art. 18, comma 1, qualora le accettazioni superino la richiesta.

105. E' opinione consolidata che dalla funzione economica dei patti parasociali ne discende la loro efficacia puramente obbligatoria. Essendo strumenti negoziali di esercizio dei diritti dei soci non possono pertanto assumere rilevanza esterna: cfr. Malaguti, I limiti soggettivi cit., p. 538.

configurazione del diritto di proprietà sulla res costituita dai titoli azionari. Qualora si ponga mente al fatto che quest'ultimo consiste nel potere di disporre liberamente dell'assetto dei propri interessi, non vi è chi non veda come la stipulazione di un patto di sindacato - che altro non è che il frutto di una libera scelta del soggetto aderente - costituisca espressione del diritto dispositivo.

In definitiva, è dunque plausibile desumere dall'impianto normativo l'implicito riconoscimento della legittimità e dell'efficacia degli accordi parasociali¹⁰⁶.

Per ciò che attiene alla valutazione dell'influenza che le disposizioni dedicate ai patti di sindacato possono avere sul raggiungimento dell'obiettivo dell'efficiente allocazione del controllo, viene in considerazione il problema della loro disclosure tramite l'imposizione del citato obbligo di pubblicità ai sensi dell'art. 10, comma 4.

Come noto, questa viene generalmente ricondotta alla necessità di assicurare la trasparenza dell'assetto proprietario e dei mutamenti della compagine societaria, intesa come bene giuridico istituzionale autonomamente protetto¹⁰⁷. Ora, nel caso di specie, la ratio dell'obbligo di comunicazione dell'avvenuta stipulazione di accordi parasociali aventi a oggetto il diritto di voto¹⁰⁸ risiede, invece, più precisamen-

106. Cfr. Costi, I sindacati di voto cit., p. 41.

107. Sul punto cfr. L. Foffani, Proprietà e trasparenza nella disciplina dell'intermediazione finanziaria, in "Banca, impresa e società", 1992, p. 63, il quale ritiene che si tratta di un nuovo bene giuridico istituzionale emergente dalle funzioni e dai poteri dell'organo amministrativo preposto al controllo del mercato mobiliare.

108. Per le offerte pubbliche di vendita, l'art. 7, comma 2, dispone - a pena di nullità - il divieto di stipulare o modificare accordi circa l'esercizio del proprio diritto di voto durante la pendenza dell'offerta di vendita. Ad

te¹⁰⁹, nell'individuazione di eventuali violazioni dell'OPA obbligatoria e nello stabilire l'ammontare della partecipazione rilevante ai fini dell'applicazione dell'art. 19, comma 3, per un verso, e nel consentire alle partecipate una valutazione sul proprio grado di rischio di scalata¹¹⁰, per altro verso.

Detti obblighi informativi, dunque, sono in grado di svolgere un ruolo di primo piano sotto il profilo della disclosure in quanto, se da un lato palesano alle società partecipate il loro grado di esposizione al rischio di scalate - il che consente alle stesse di "predisporre strumenti preventivi di difesa"¹¹¹ -, dall'altro forniscono all'offerente

(Continuazione nota 108 dalla pagina precedente)

analoga sanzione è inoltre sottoposta la mancata comunicazione di eventuali accordi già esistenti. Per le offerte pubbliche di acquisto l'art. 10, comma 4, stabilisce l'obbligo di comunicare alla Consob "qualunque patto o accordo che comporti per gli aderenti limitazioni o regolamentazioni del diritto di voto, obblighi o facoltà di preventiva consultazione", ecc.

109. Cfr. Montalenti, La legge italiana sulle offerte cit., p. 860. La legge 216 del 1974 e la legge 281 del 1985, infatti, stanno su piani diversi e non attengono alla individuazione della mappa del controllo. La prima prevede obblighi informativi meramente strumentali diretti, da un lato, a contenere il fenomeno delle partecipazioni incrociate e, dall'altro, a rendere nota la quota partecipativa detenuta da amministratori, sindaci e direttore generale a fini di correttezza gestoria.

110. Ibid., p. 849.

111. Ibid., p. 851. L'A. conclude nel senso della commistione funzionale tra disciplina dell'OPA e art. 5 della legge 216 del 1974 e successive modificazioni in tema di obblighi di comunicazione del superamento delle soglie rilevanti. Più difficile risulta comprendere la necessità dell'obbligo di comunicazione previsto a proposito delle OPA senza nessuna distinzione tra società quotate o meno. Qui l'obiettivo della trasparenza, palesemente perseguito dalla norma, non si ricollega a interessi di ordine generale come per quanto attiene alle società quotate.

utili strumenti di conoscenza e analisi per valutare l'effettiva scalabilità della società¹¹². Con la predisposizione di regole di trasparenza come quella relativa all'esistenza dei patti di sindacato si fornisce, dunque, sia al mercato che all'investitore quella completezza di informazione che, sola, può garantire da operazioni economiche dannose.

Tale considerazione apre la strada a un ultimo rilievo.

Seppur vero, come comunemente ritenuto, che gli obblighi di comunicazione hanno una valenza neutra per i fruitori non istituzionali, non essendo disposti per favorire alcuna delle parti interessate da un'offerta pubblica, ma, unicamente, per assicurare all'organo di controllo la possibilità di conoscere la reale configurazione dell'assetto proprietario¹¹³, non si può peraltro sottacere che, per il

112. La cennata problematica coinvolge esclusivamente le società quotate, in quanto oggetto dell'attenzione della legge 149 del 1992; diversi sarebbero infatti i problemi per quelle non quotate, per le quali è tutta da verificare la ipotizzabilità della questione della separazione tra proprietà e controllo e della ricorrenza della c.d. pro rata rule.

113. Si ritiene di poter aderire a quell'orientamento che ravvisa nell'esercizio del controllo sull'informazione la conferma della identificazione della Consob con un ente dotato di poteri di controllo-verifica neutrale, intesa nel senso di indifferenza rispetto agli interessi coinvolti dalla sua azione: cfr. A. Predieri, La posizione della Consob nell'apparato amministrativo, in Consob. L'istituzione e la legge penale, Milano, 1987, pp. 193 ss. Giova poi ricordare che la dottrina, in relazione alle caratteristiche del controllo esercitato dalla Consob, sostiene che la tradizionale filosofia della trasparenza su cui l'attività di controllo dell'informazione si basava, quantomeno a livello tendenziale, si sia evoluta verso un modello fondato sull'operatività diretta sul processo economico, analogo a quello svolto dalla Banca d'Italia: cfr. G. Minervini, Il controllo del mercato finanziario, in "Giurisprudenza commerciale", 1992, pp. 7 ss.

tramite della previsione dell'obbligo informativo, in capo all'organo di controllo si viene a conferire un potere strumentale e non fine a se stesso che schiude nuovi orizzonti per l'attività di quest'ultimo. D'altronde, diversamente opinando, non vi è chi non veda come l'imposizione di siffatti obblighi di comunicazione integrerebbe un inutile costo aggiuntivo.

Da quanto testé rilevato può inoltre dedursi che, accanto alla cennata valenza istituzionale delle comunicazioni di informazioni, con la legge 149 del 1992 prende corpo una valenza privatistica, nel senso cioè della emersione di nuovi spazi - soggettivi e oggettivi - di fruizione delle informazioni societarie. Si è visto che sulla scorta dell'esperienza americana potrebbe, per esempio, emergere la possibilità in capo agli azionisti di minoranza e all'offerente di intraprendere azioni di responsabilità civile per il caso di informazioni false o carenti o, ancora, per eventuali manipolazioni o comportamenti fraudolenti¹¹⁴. E, a conferma del fatto che non si tratta di un'ipotesi peregrina, va rammentato che, con riferimento al tema delle informazioni privilegiate, la sua praticabilità nell'ordinamento italiano ha già ricevuto delle prime verifiche¹¹⁵.

Né, tantomeno, la stipulazione di patti di sindacato

114. Cfr. la sec. 14(e) del Securities Exchange Act che si basa sul c.d. misstatement o omission e sulla manipulation, decption o fraud per fondare azioni private o della SEC. Più difficile è risultato attribuire il diritto di agire agli azionisti per la violazione dell'obbligo di disclosure in capo a chi acquista più del 5 per cento di azioni di una public company contenuto nella sec. 13(d) del Williams Act che ha emendato il citato Exchange Act.

115. In argomento si rinvia a Carriero, Informazione, mercato cit.; P. Abbadessà, L'insider trading nel diritto privato italiano: prima e dopo la l. 157/1991, in "Banca, borsa e titoli di credito", 1992, I, p. 749.

può importare riflessi negativi sotto il profilo della economicità della normativa OPA: la loro esistenza può, infatti, eventualmente comportare costi transattivi, ma solo in capo ai soci sindacati, essendo detti costi punto in grado di riverberarsi sull'offerente. In definitiva, gli eventuali costi restano confinati nella sfera delle relazioni interne al patto di sindacato¹¹⁶.

Tenendo presenti le conclusioni finora raggiunte, infine, si può risolvere anche la questione della legittimità di quei sindacati di voto che integrino difese preventive contro il take-over. La questione, che si inserisce in quella della liceità o meno di tecniche difensive anti scalata¹¹⁷, trova una soluzione soddisfacente qualora si abbia presente che, essendo la stipulazione di un patto di sindacato espressione di quella autonomia negoziale che non risulta compressa da alcuna specifica disposizione di legge¹¹⁸, non può

116. Sul tema dell'efficacia inter partes della stipulazione dell'accordo parasociale, cfr. Malaguti, I limiti soggettivi cit., p. 538.

117. In proposito si rinvia ai capitoli precedenti e al citato articolo di L. A. Bianchi. Nell'impossibilità di fornire una rassegna completa e aggiornata delle tecniche difensive antiscaletta vanno esemplificativamente menzionati i c.d. shark repellents e cioè la costituzione di una supermaggioranza per deliberare sulla fusione, la creazione di una classe di azioni con il potere di veto sulla fusione o altri cambiamenti strutturali da far detenere a entità amiche del management, gli affidamenti accelerati e cioè la stipulazione di fidi da ripagare in caso di take-over, i c.d. golden parachutes per il management, la c.d. propaganda contro l'offerta, l'avvio di procedimenti legali contro l'offerente, la fusione o acquisizione difensiva, la ricerca del c.c. white knight, il c.d. lock-up, diversi tipi di interventi manipolativi sulle azioni, quali la vendita a società amiche, l'acquisto di azioni proprie, l'acquisto delle azioni già detenute dall'offerente, le c.d. poison pills.

118. Sul punto cfr. Schlesinger, Sindacati di voto cit., pp. 420-21.

censurarsi neanche una eventuale scelta degli azionisti sindacati nel senso di premunirsi contro indesiderati passaggi di mano del controllo della società.

Questi possono, dunque, legittimamente procedere in tal senso, sia in sede preventiva, e cioè al di fuori dell'ipotesi della pendenza di un'offerta pubblica di acquisto, che durante la pendenza dell'offerta stessa, sempreché, ovviamente, assolvano all'obbligo di comunicazione.

14. Rapporti di controllo e patti di sindacato

L'obiettivo di accertare eventuali diseconomie rivenienti dalla legge 149 del 1992 implica l'esame delle caratteristiche della nozione di controllo ivi prospettata per verificare se essa ricomprenda il controllo c.d. indiretto e se il patto di sindacato possa ricondursi alla particolare fattispecie del controllo c.d. congiunto.

A seconda delle conclusioni adottate si perviene a risultati diversi proprio sotto il profilo dei costi applicativi.

Con riferimento alla prima questione, qualora si ritenesse di poter aderire alla tesi estensiva, per acquisire il controllo di una capogruppo sarebbe necessario lanciare l'offerta anche sui titoli delle controllate quotate, onere la cui gravosità è facilmente avvertibile.

Con riferimento alla seconda, a sostenere che con il patto di sindacato si realizza una fattispecie di controllo "congiunto" e non "solitario" (e cioè, rispettivamente, il controllo esercitato da un solo soggetto e da due o più soggetti insieme tra loro) si qualificherebbe come controllante ogni socio sindacato e, conseguentemente, si appliche-

rebbe l'obbligo ex art. 10 al caso di mutamento dei partecipanti al patto, con evidente onerosità dell'avvicendamento personale allo stesso.

Per ciò che concerne il controllo indiretto, il richiamo al dettato legislativo non è esaustivo. Il testo dell'art. 10, commi 1, 2 e 3, della legge 149 del 1992 mostra delle evidenti deficienze redazionali: nell'attribuire rilevanza al controllo indiretto manca, infatti, un esplicito riferimento all'acquisto per il tramite della società controllata. In sede di primo commento, la dottrina ha ritenuto che, sebbene la norma sembri escludere dalla nozione legale il controllo indiretto in senso tecnico ex art. 2359 c.c., comma 2, le società controllate non sarebbero escluse, bensì semplicemente non menzionate a causa di un lapsus calami. Si è quindi concluso nel senso dell'applicazione della nozione codicistica¹¹⁹ e, di conseguenza, della riconducibilità alla disciplina dell'OPA obbligatoria dei titoli emessi dalle società controllate indirettamente. L'organo di controllo, invece, ha opportunamente fornito un'interpretazione più elastica, affermando che non può configurarsi l'ipotesi di un'OPA obbligatoria sulle controllate indirettamente "come strumento di diffusione tra i soci di minoranza delle stesse, di un vantaggio inesistente anche per i rispettivi soci di maggioranza"¹²⁰. Non vi sarebbe, poi, incompatibi-

119. Cfr. Montalenti, La legge italiana cit., pp. 854-55, il quale, tuttavia, ha ben presente il rischio ingenerato dalla stessa ricostruzione proposta di minare alle fondamenta l'applicabilità della disciplina. Secondo Montalenti, ibid., a conclusioni analoghe si giungerebbe anche aderendo alla tesi di Weigmann, Le offerte pubbliche cit., p. 438, il quale ritiene che la società controllata integri un esempio di interposizione di persona.

120. Cfr. comunicazione Consob del 24 febbraio 1993, n. 93001300. L'obbligo di OPA sussisterebbe, invece, quando la partecipazione significativa di una società quotata "venga acquisita attraverso l'assunzione del controllo

lità tra obbligo ex art. 10 e "la promozione di un'offerta pubblica di acquisto avente a oggetto esclusivamente le azioni quotate in borsa, che conferiscono il diritto di voto in assemblea ordinaria, emesse da una società controllante altre società con azioni quotate"¹²¹. Del resto, a ritenere altrimenti, si sarebbe delineata una sostanziale tecnica difensiva anti take-over ex lege, difficilmente conciliabile con l'ispirazione di fondo di una legge che, invece, dovrebbe incentivare il ricambio del controllo¹²².

In relazione alla capacità dei sindacati di voto di fungere da mezzo di acquisto del controllo, si discute sull'eventuale attribuzione o meno della qualifica di controllante a qualsiasi socio aderente a un patto di sindacato, a prescindere dalla entità della partecipazione sindacata, o soltanto a colui che detiene il controllo del

(Continuazione nota 120 dalla pagina precedente)

di una società i cui titoli non sono quotati ... [ma] il cui attivo patrimoniale sia sostanzialmente rappresentato dalla suddetta partecipazione". Allo scopo di evitare acquisizioni rilevanti ai sensi della legge 149 del 1992 attraverso comportamenti elusivi della disciplina dell'OPA obbligatoria, "l'acquisto di partecipazioni di controllo in società per azioni non quotate può infatti essere funzionale al conseguimento dell'acquisizione di partecipazioni significative, ai sensi della legge 149, al capitale di società con azioni ordinarie trattate nei mercati regolamentati": cfr. deliberazione Consob del 30 giugno 1992, n. 6265.

121. Cfr. comunicazione Consob del 4 dicembre 1992, n. 92008534. La conclusione della Consob appare tanto più corretta in quanto l'art. 10 non prende in considerazione l'ipotesi del controllo a cascata: cfr. Weigmann, Le offerte pubbliche cit., pp. 482-83, il quale, tuttavia rileva che la condizione dei soci di minoranza delle subcontrollate non muta a seconda degli avvicendamenti nel controllo della società holding.

122. Va peraltro rilevato che la proposta di modifica n. 862 del 1992 citata precedentemente, nel riformulare l'art. 10, comma 3, prevede che tra le modalità di acquisto del controllo vada ricompreso l'acquisto indiretto attraverso società controllata.

sindacato. La risposta all'interrogativo, che sottende la sussumibilità o no nell'art. 2359 c.c. della partecipazione ai sindacati di voto, necessita un richiamo sommario al contenuto della nozione di controllo, con particolare riguardo alla controversa figura del controllo congiunto. A tale nozione si è riferita la normativa speciale¹²³ nella quale, peraltro, non esiste univocità di definizione della nozione ma, piuttosto, una tendenza del legislatore a enucleare di volta in volta i criteri di collegamento in relazione ai singoli problemi affrontati e in funzione degli

123. Pur tenendo presente che attualmente il problema della rilevanza del c.d. controllo congiunto appare sicuramente ridimensionato, è di sicura utilità una sintetica ricognizione del complesso e tortuoso iter della normativa speciale, nel cui ambito sono state elaborate nozioni ad hoc di controllo. Disposizioni sull'argomento sono presenti nella legge sull'editoria, sul riassetto del sistema radiotelevisivo e in quella sull'insider trading, ma sono gli artt. 7 e 27 della legge c.d. antitrust 287 del 1990 a fungere da punto di riferimento per la disciplina speciale successiva. In particolare, la formulazione dell'art. 27, comma 2, viene richiamata dall'art. 4, commi 2 e 3, della legge 1 del 1991 per individuare il gruppo della società di intermediazione mobiliare, dall'art. 20, comma 2, della legge del 9 gennaio 1991, n. 20, sulle partecipazioni di imprese o enti assicurativi o in imprese o enti assicurativi nonché dal d.lgs. 25 gennaio 1992, n. 84, sulle SICAV. La nozione di controllo nella forma dell'influenza dominante è, infine, richiamata (ma l'elencazione non è esaustiva) anche nella disciplina del gruppo creditizio contenuta nell'art. 26 del d.lgs. 356 del 1990, dal d.lgs. 87 del 1992 sui bilanci bancari, dal d.lgs. 90 del 1992 di attuazione della direttiva comunitaria sulle informazioni da pubblicare al momento dell'acquisto e della cessione di una partecipazione importante in società quotate; dall'art. 16 del d.lgs. 481 del 1992 di recepimento della II direttiva CEE di coordinamento in materia bancaria che ha modificato l'art. 27 della legge 287 del 1990 e, da ultimo, dall'art. 23 del d.lgs. sul testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia.

scopi contingenti perseguiti¹²⁴.

In relazione al primo profilo, in base alla disciplina comune, i sindacati di voto non avrebbero potuto costituire uno strumento di controllo di fatto "esterno" ex art. 2359 c.c. n. 2, essendo accordi riguardanti soltanto i soci della controllata. Secondo la giurisprudenza, una eventuale rilevanza esterna dei patti di sindacato, e quindi un'applicazione dell'art. 2359 c.c., avrebbe potuto aversi solo sulla base del contenuto concreto dei patti di sindacato e dell'assetto dei poteri sociali da questi risultante, mentre, più recisamente ancora, si negava la configurabilità della "ipotesi del controllo congiunto su una società da parte di più soggetti uniti in un sindacato di voto con la correlativa imputazione della qualifica di controllante a ciascuno dei soci aderenti all'accordo sindacale"¹²⁵. In relazione al secondo profilo, si è superata la precedente impostazione giurisprudenziale che escludeva la sussistenza del controllo "in capo a un socio minoritario il quale, in virtù di particolari quorum deliberativi statutariamente fissati, ovvero per effetto di particolari convenzioni parasociali stipulate con altri soci, venga ad avere un potere di veto, ossia il potere di impedire l'assunzione di determinate delibere da parte degli organi sociali"¹²⁶.

Sul versante della disciplina creditizia si è, infatti, accordato rilievo, ai fini del controllo, anche alle partecipazioni di minima importanza al capitale di un ente

124. Cfr. G. Sbisà, Il gruppo di società nell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi (criteri di individuazione), in "Giurisprudenza commerciale", 1980, I, pp. 269 e 271; Lamandini, Appunti cit., p. 219.

125. Si veda la giurisprudenza citata da Foffani, Proprietà e trasparenza cit., p. 72.

126. Cfr. Trib. Milano, 19 dicembre 1986, sentenza citata da Foffani, Proprietà e trasparenza cit., p. 73.

creditizio ("partecipazione non determinante per la formazione della maggioranza richiesta per le deliberazioni del sindacato stesso") allorquando il titolare sia comunque aderente al sindacato di controllo¹²⁷.

In considerazione dei particolari obiettivi di disclosure perseguiti dalla legislazione speciale, non pare che possano conseguentemente trarsi elementi nel senso dell'emersione di un consolidato favor verso il c.d. controllo congiunto¹²⁸. Al contrario, tale fattispecie del controllo

127. In proposito va ricordata la posizione di Rossi, Le diverse prospettive cit., p. 1370, che riconduce la disposizione del previgente art. 25 della legge 287 del 1990 alla possibilità, per l'azionista sindacato, di poter disporre di poteri indiretti relativi alla gestione sociale che lo pongono in posizione di dominio o di controllo rispetto a qualunque investitore. Da questa breve rassegna delle tappe dell'evoluzione normativa in argomento, emergono con chiarezza le fasi del passaggio dalla finalità dell'individuazione di collegamenti tra società, che possono pregiudicare il normale funzionamento della società sotto i diversi profili dell'integrità del capitale e della funzionale distinzione tra amministratori e assemblea, a quella di introduzione di un regime di trasparenza finalizzato alla tutela del mercato mobiliare. L'evoluzione della nozione di controllo deve essere inserita, dunque, nell'ambito della strategia della trasparenza. La legislazione speciale tende, infatti, a individuare i rapporti partecipativi personali allo scopo di consentire agli organi di controllo di accertare l'esistenza di eventuali situazioni incompatibili con la legge.

128. Cfr. la posizione critica di P. Marchetti, Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale, in "Rivista delle società", 1992, pp. 1 ss., il quale osserva come si prospettino nozioni diverse di controllo anche quando si debbano soddisfare esigenze omogenee affatto particolari. Va sottolineato che, con riferimento alla disposizione civilistica, sia la dottrina che la giurisprudenza non hanno mai riferito il patto di sindacato - che attiene ai rapporti tra i soci - all'art. 2359 c.c. che, rileva, invece, alla dimensione dei rapporti tra società. Rileva ogni fattispecie di controllo congiunto o cumulativo in cui, cioè, la soglia dell'influenza dominante possa dirsi superata solo sommando le partecipazioni spettanti a diverse società controllate,

cumulativo, o congiunto che dir si voglia, ha costituito ipotesi del tutto eccezionale, per cui non è possibile desumerne una valenza generale. A tale affermazione induce non solo la stessa collocazione delle cennate disposizioni all'interno delle leggi speciali, che le prevedono ai soli fini del titolo in cui esse sono inserite, ma anche la constatazione della impossibilità "strutturale" di ricondurre la fattispecie in questione alle figure tracciate dall'art. 2359 c.c. Invero, la nozione di controllo definita in tale sede "postula sempre la solitudine, l'unicità del controllante, non prevede in alcun modo ipotesi di controllo congiunto"¹²⁹. L'art. 2359 c.c., invero, fa riferimento alla relazione di controllo tra società e difficilmente il controllo da sindacato appare riconducibile alla fattispecie di controllo di fatto prevista nella disposizione codicistica¹³⁰.

Non può, dunque, convenirsi con chi ritiene che nelle disposizioni speciali si possano ravvisare le basi per far rientrare il controllo congiunto nella nozione generale di

(Continuazione nota 128 dalla pagina precedente)

ovvero queste ultime con quelle direttamente in possesso della controllante. Va poi segnalato che, di recente, è emersa una posizione critica rispetto alle nozioni di direzione unitarie e di influenza dominante: cfr. P. Pettiti, Il gruppo di imprese e società, in "Rivista di diritto commerciale", 1992, pp. 828 ss.

129. Così Costi, I sindacati di voto cit., p. 32. Secondo l'Autore le disposizioni speciali in tema di controllo avrebbero efficacia limitata al settore da esse disciplinato derogando integralmente al contenuto dell'art. 2359 c.c. Con riferimento allo specifico quesito della possibilità di considerare controllante ai sensi della legge antitrust, l'Autore fornisce poi una risposta negativa, il controllo da sindacato sarebbe infatti un controllo che compete alla collettività dei soci che partecipano al sindacato di controllo.

130. In senso contrario si era espresso, sia pure con toni sfumati, B. Visentini, I sindacati di voto: realtà e prospettive, in "Rivista delle società", 1988, p. 12.

diritto comune¹³¹. Ulteriore ragione di dissenso è costituita dal fatto che un simile assunto contrasterebbe viepiù con il principio di libera trasferibilità delle azioni, della cui esistenza non si ha ragione di dubitare.

Inoltre, quegli indici normativi da cui era desumibile la fattispecie del controllo congiunto sono venuti meno in quanto le disposizioni a essa riferite sono ormai caducate¹³².

Posto che la fattispecie del controllo congiunto è di carattere eccezionale in quanto contenuta nella legislazione speciale, si tratta di verificarne la ricorrenza nella legge sulle offerte pubbliche. In proposito, non può non considerarsi che se il sindacato di voto rileva ai fini indicati solo quando comporta l'attribuzione del controllo della maggioranza dei voti a un solo azionista, allora la stipula-

131. Cfr. Lamandini, Appunti cit., p. 229. Decisamente critico nei confronti di questa impostazione è Marchetti, Note sulla nozione di controllo cit., p. 10, il quale parla di pregiudizio nei confronti del patto di sindacato visto come una sorta di cupola mafiosa.

132. Il recente revirement, cui non è stata estranea l'influenza della normativa comunitaria - niente affatto informata alla deprecata ispirazione "giustizialista" italiana, di cui parla Marchetti, Note sulla nozione di controllo cit., p. 9 - riflessa dalla definizione di controllo recepita dalla disciplina di attuazione in tema di bilancio consolidato, ha interessato la materia delle partecipazioni al capitale degli enti creditizi il d.lgs. 481 del 1992 e il testo unico in materia bancaria e creditizia, che ha abrogato proprio il titolo V della legge 287 del 1990, hanno infatti eliminato la precedente presunzione di controllo congiunto: unica ipotesi residua sembrerebbe essere quella dell'art. 18 della II direttiva Banche, sulla cui natura di norma self-executing non è peraltro lecito avanzare dubbi. Di recente si è messa in discussione l'effettiva portata dell'art. 16 del d.lgs. 481 del 1992: Lamandini, Appunti cit., p. 229, ritiene che tale norma contenga una definizione di carattere settoriale e che si sia limitata a cancellare una presunzione di controllo scarsamente aderente al fenomeno dei patti di sindacato sostituendovi la presunzione relativa di controllo solitario interno.

zione di un sindacato di voto non realizza alcuna delle fattispecie previste dalla disciplina dell'OPA obbligatoria dove gli azionisti sono considerati titolari della partecipazione rilevante come "gruppo" e non come singoli. Pertanto, l'acquisto di azioni con contestuale o successiva adesione a un sindacato di voto non significherebbe, di per sé, assunzione del controllo, a meno che, in tal modo, non si acquisisca una posizione di controllo nel sindacato stesso¹³³. Da tale conclusione si distacca altra dottrina, secondo la quale l'obbligo di presentare un'offerta pubblica scatterebbe anche qualora più azionisti si coalizzassero in un sindacato di voto per governare una società, diventando punto di riferimento ai sensi dell'art. 10, comma 2, senza effettuare nessun nuovo acquisto¹³⁴. Tuttavia, non pare che si possa aderire a questa interpretazione. Vero è che il dato testuale, facendo riferimento al controllo che si realizza attraverso una partecipazione che consenta di esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria per il tramite dei sindacati di voto, può ingenerare il dubbio che l'obbligo di lanciare un'offerta preventiva consegua al mutamento dei partecipanti al patto¹³⁵. Ciò nondimeno, l'eccezionalità del c.d. co-controllo e la mancata previsione di un automatismo tra acquisizione di qualsiasi ammontare percentuale della partecipazione al sindacato di voto e acquisizione del controllo impongono di ritenere rilevante a tal fine soltanto

133. Cfr. Montalenti, La legge italiana sulle offerte pubbliche cit., p. 857.

134. Così, quasi testualmente, Weigmann, Le offerte pubbliche cit., p. 439, il quale ricorda che tale interpretazione sarebbe analoga a quanto previsto dall'ordinamento statunitense dalla rule 13 d-5 della Securities Exchange Commission e dal City Code on Take-Overs and Mergers, rule 9.1, note 13.

135. Se si accettasse questa interpretazione l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica spetterebbe all'erede che abbia accettato volontariamente dal soggetto azionista di maggioranza di una società quotata: ibid., p. 432.

la partecipazione del singolo socio che, nell'ambito di un sindacato di voto, controlli da solo la maggioranza dei voti ovvero abbia il diritto di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori, unici indici rivelatori della relazione di controllo¹³⁶. Solo in questo caso, pertanto, andrà effettuata l'offerta pubblica di acquisto.

A tale conclusione si giunge sulla scorta di alcune considerazioni.

Sono note le perplessità ingenerate dalla figura del co-controllo per il tramite del sindacato di voto. Innanzitutto, risulta difficile individuare le caratteristiche di questa particolare relazione di controllo: essendo necessario un potere positivo di disporre in capo a ciascuno dei soggetti co-controllanti, non potrebbe valere a integrare la suddetta relazione la previsione di un mero potere di veto a che altri dominino¹³⁷. Né tantomeno può ritenersi che rilevi in tal senso l'eventuale previsione dell'unanimità deliberativa: si reputa infatti che in tal caso si realizzi un depotenziamento del voto¹³⁸. Per l'attribuzione della qualificazione di co-controllante occorrerebbe, dunque, la possibilità di determinare, insieme a tutti gli altri soci, le scelte del cartello stesso e, quindi della società. Inoltre, può aggiungersi che, poiché il lancio di un'offerta pubblica di acquisto si giustifica alla luce dello spostamento dell'asse decisionale dall'insieme dei soci sindacati a un singolo socio che - in virtù della sua quota di maggioranza -

136. A conclusioni diverse giunge invece il disegno di legge n. 862 del 1992 cit. che dispone che il controllo si realizzi attraverso una partecipazione che consente di esercitare una influenza dominante nell'assemblea ordinaria attraverso la partecipazione a sindacati di voto.

137. Cfr. Marchetti, Note sulla nozione di controllo cit., p. 14.

138. Ibid., p. 15.

è in grado di influenzare le decisioni del cartello cui partecipa, non si rinvergono analoghi movimenti nell'ipotesi della pura e semplice adesione a un sindacato di controllo. Si è appunto esattamente osservato che vi può essere incertezza da parte del soggetto che entri a far parte di un patto di sindacato sul ruolo che egli possa effettivamente svolgere al suo interno: si pensi al caso di un patto di sindacato di maggioranza in cui socio dominante sia non tanto il detentore della partecipazione di maggioranza ma colui che, in virtù del proprio prestigio personale o delle proprie relazioni economiche con gli altri soci sindacati, eserciti il potere decisionale¹³⁹. In tal caso, all'adesione al sindacato non corrisponderebbe quanto dovrebbe teoricamente presumersi: essendo il sindacato una convenzione che riunisce più soggetti nel cui ambito si sanciscono e trovano una composizione interessi comuni di cui sono portatori soggetti con diverse gradualità di potere contrattuale, non può darsi per scontato che alla pariteticità delle quote corrisponda una pariteticità del peso reale degli aderenti. Una valutazione in tal senso non può che essere data volta per volta e comunque dopo che sia stato reso noto il contenuto dell'accordo di sindacato stesso. Oltre a ciò, una conclusione diversa comporterebbe delle sicure diseconomie, peraltro difficilmente giustificabili. Poiché non sempre vi è corrispondenza tra quota e potere, imporre al socio sindacato che non assume una partecipazione di maggioranza all'interno del sindacato stesso, e quindi che non ne detiene il controllo, l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica sui titoli necessari ad acquisire il controllo equivarrebbe a imporgli un sacrificio patrimoniale che non trova un

139. Cfr. F. Barca, P. Casavola e M. Perassi, Controllo e gruppo: natura economica e tutela giuridica, in Banca d'Italia, Il mercato cit., pp. 215 ss.

corrispettivo nella reale dimensione della quota acquisita¹⁴⁰. Osta, infine, a una interpretazione nel senso della rilevanza del controllo congiunto da sindacato di voto il riferimento normativo al nesso di strumentalità passiva contenuto nell'art. 10, comma 2¹⁴¹.

In tal caso, i soggetti attraverso cui si realizza il controllo da parte di un altro soggetto si limitano a fungere da tramite per l'esercizio del controllo. Invero, delle due l'una: non si può essere allo stesso tempo strumento e attore. Né, tantomeno, dal riferimento a "uno o più azionisti" può evincersi il riconoscimento del controllo congiunto¹⁴².

Se il semplice ingresso in un sindacato di voto di maggioranza non può, dunque, dare luogo a un obbligo di offerta pubblica, non si esclude che l'adesione al patto di sindacato costituisca un fatto comunque significativo, in particolare per quanto concerne l'individuazione della partecipazione rilevante. Ad esempio, in sede di prima applicazione delle disposizioni della legge 149 del 1992 sull'argomento, la Consob ha ritenuto rilevanti gli accordi parasociali sia nel caso in cui regolino il diritto di voto in assemblea ordinaria che nel caso in cui comunque consentano di dare unicità di indirizzo alla gestione sociale. Si è poi considerato controllante sia il soggetto che, in virtù

140. Effettuando una considerazione de lege ferenda, potrebbe ad esempio ipotizzarsi un obbligo in capo ai soci sindacati di rendere noto chi sia effettivamente il vero controllante in modo da evitare l'affermazione, invero poco credibile, che il controllo viene esercitato congiuntamente da tutti i soci sindacati.

141. Cfr. Marchetti, Note sulla nozione di controllo cit., p. 13.

142. Ibid., p. 13. Secondo l'Autore tale richiamo varrebbe semplicemente a "evocare la fattispecie in cui il controllo a uno solo è assicurato dalla cooperazione passiva di altri soggetti".

delle pattuizioni ivi contenute, controlli il sindacato cui sia riferibile più del 50 per cento del capitale ordinario che il soggetto, il quale, pur non avendo la possibilità di determinare le risoluzioni oggetto dell'accordo, abbia il potere di nominare la maggioranza dei consiglieri di amministrazione¹⁴³. Infine, nelle ipotesi, in cui non è stato possibile individuare un soggetto che possa determinare le risoluzioni oggetto dell'accordo o che, sulla scorta dei criteri precedentemente illustrati, non possa considerarsi controllante la società, l'organo di controllo ha deciso di considerare rilevante la quota riveniente dalla somma delle singole partecipazioni sindacate o aggregate in un accordo parasociale al fine di ottenere unicità di indirizzo¹⁴⁴.

15. Circolazione endogruppo del controllo

La valenza dinamica della relazione di controllo è confermata dalla disposizione in tema di circolazione delle partecipazioni di controllo all'interno dei gruppi di società, per le quali si fissa un regime derogatorio dall'obbligo di lanciare l'offerta pubblica di acquisto. Il riconoscimento della complessità dello schema strutturale in cui possono articolarsi i grandi gruppi non si spinge però fino a sancire una generale esenzione dall'obbligo legale per tutte le operazioni di riassetto all'interno dei gruppi, ragion per

143. Cfr. la comunicazione Consob SOC/ROM/9005380 del 24 luglio 1991 a commento dell'art. 10 della legge 149 del 1992.

144. L'affermazione della Consob contrasta con quanto affermato in precedenza della giurisprudenza a proposito del controllo di diritto. La sentenza sul caso Rizzoli resa dal Tribunale di Milano il 6 novembre 1986 concludeva infatti per l'impossibilità di "affermare un controllo di diritto da parte di una società, ove, da sola, non detenga la maggioranza". La sentenza è pubblicata in "Giurisprudenza commerciale", 1987, II, p. 413, con nota di L. A. Bianchi, Il caso Rizzoli.

cui è necessario individuare l'esatto perimetro dello spazio di libertà riconosciuto in via generale.

L'indagine non è fine a se stessa ma presenta risvolti pratici di sicuro interesse: qualora, infatti, lo spazio di esenzione legale fosse eccessivamente ampio si correrebbe il rischio di vanificare la disciplina legale, mentre, nell'ipotesi inversa, si assoggetterebbero ai vincoli del meccanismo dell'OPA obbligatoria anche operazioni di riassetto che non sono in grado di riverberarsi sul mercato, essendo funzionali alla sfera interna del gruppo stesso, comportando per quest'ultimo aggravii di costi e sicure diseconomie.

Il dettato dell'art. 10, comma 12, della legge 149 del 1992 dispone che "l'acquisizione del controllo di una società quotata nei mercati regolamentati derivante da operazioni effettuate tra società direttamente legate da un rapporto di controllo ovvero direttamente da una stessa e unica società, ai sensi dell'art. 2359, comma 1 c.c., non è soggetta alle disposizioni di cui ai commi 1, 3, 7 e 8 del presente articolo".

Due sono le aree di intervento esegetico, peraltro strettamente connesse. La prima verte sulla delimitazione oggettiva di operatività della norma - e cioè alla configurazione della relazione di controllo ivi richiamata - con particolare riguardo alla questione della sua riferibilità, alternativamente, o all'oggetto della transazione infragruppo o ai soggetti interessati, mentre la seconda verte sulla delimitazione soggettiva dello spazio di libertà per le operazioni di riassetto infragruppo e attiene, dunque, alla nozione di gruppo fatta propria dalla suddetta disposizione.

Prendendo le mosse dalla prima questione, si dibatte sulla identificazione della nozione di "acquisizione del controllo di una società quotata" e sulla riferibilità

dell'inciso "ai sensi dell'art. 2359, comma 1, n. 1 c.c." al controllo della società quotata acquisenda, ovvero al rapporto tra le società del gruppo nell'ambito del quale si effettua l'operazione di trasferimento del controllo.

Quesiti di non poco conto, posto che a seconda dell'opzione ermeneutica prescelta si perviene a risultati non coincidenti. In argomento, infatti, si sono formati due diversi orientamenti. Secondo il primo, oggetto dell'esonero dall'OPA è solo il conseguimento del controllo di diritto di cui all'art. 2359, comma 1, n. 1 c.c., mentre è "irrilevante la natura del diretto controllo, di fatto o di diritto, che lega tra loro le società fra le quali intercorre l'operazione traslativa o che le lega a una stessa controllante"¹⁴⁵. Per il secondo orientamento, invece, è esonerata dall'obbligo OPA "ogni operazione di trasferimento del controllo sia diretto che indiretto, di fatto o di diritto, purché intercorrente tra società direttamente legate da rapporto di controllo di diritto ovvero tra società entrambe controllate di diritto da una medesima società"¹⁴⁶.

145. Cfr. F. Galgano, L'OPA e la circolazione endogruppo delle partecipazioni di controllo, in Contratto e Impresa, 1992, p. 650.

146. Cfr. A. Gambino, L'OPA e la circolazione endogruppo delle partecipazioni di controllo, in "Rivista delle società", 1992, p. 1257. Anche R. Costi, Operazioni infragruppo e OPA obbligatoria (parere pro veritate), in "Banca, borsa e titoli di credito", 1993, p. 65, sostiene che l'inciso "ai sensi dell'art. 2359 c.c., primo comma, n. 1" contenuto nella disposizione in esame si riferisce al rapporto che lega i soggetti che effettuano l'operazione e non al tipo di controllo che viene acquisito. P. Marchetti, OPA obbligatoria e circolazione del controllo all'interno del gruppo, in "Rivista delle società", 1992, p. 1268, si colloca su posizioni analoghe sostenendo che il requisito del controllo di diritto non può essere riferito all'oggetto della transazione infragruppo, pena una notevole forzatura della lettera dell'art. 10, comma 12. Parrebbe altresì che il legislatore abbia avuto contezza del solo controllo diretto, trascurando l'ipotesi del controllo indiretto per il

La partita non si gioca solo sul piano della pura interpretazione giuridica: non vi è chi non veda come a seconda dell'opinione sostenuta si allarghi o si restringa la sfera di operatività dell'esenzione infragruppo e, quindi, si amplino o si contraggano gli spazi di economicità della disciplina in questione. Infatti, qualora si acceda alla prima opzione interpretativa, verrebbe a essere sottoposta all'obbligo legale solo l'acquisizione del controllo di fatto all'interno del gruppo mentre, qualora si acceda alla seconda opzione, rientrerebbero nell'ambito dell'obbligo legale sia l'acquisizione del controllo di fatto che (anche se con alcuni opportuni distinguo¹⁴⁷) di quello di diritto¹⁴⁸. E comun-

(Continuazione nota 146 dalla pagina precedente)

tramite di società controllata. Tuttavia, in considerazione di quanto emerge dal nuovo testo dell'art. 2359 c.c., cui l'art. 10, comma 12, indubbiamente si richiama, nell'ambito di quest'ultima norma andrebbe ricompresa anche la relazione di controllo indiretto. Invero, posto che a livello di disposizione comune il controllo indiretto tramite controllata è stato equiparato al controllo tramite società fiduciaria o persona interposta, allora anche quest'ultima ipotesi di relazione di controllo dovrebbe rientrare nell'ambito dell'obbligo di offerta pubblica: cfr. Montalenti, La legge italiana sulle offerte pubbliche cit., p. 867.

147. Autorevole dottrina ritiene che, poiché ai sensi della legge 149 del 1992 non sussiste perfetta equivalenza tra controllo di fatto e controllo di diritto, da un lato chi detiene il controllo di fatto non deve lanciare un'OPA per acquisire il controllo di diritto, dall'altro il passaggio dal controllo di fatto al controllo di diritto non è però sottratto a tutte le disposizioni dell'OPA obbligatoria. In tal caso, infatti, dovrebbe ricorrere comunque l'obbligo di cui all'art. 10, comma 7. Cfr. Costi, I sindacati di blocco cit., p. 68. Su posizioni analoghe si colloca Marchetti, Note sulla nozione di controllo cit., p. 1267, il quale, a proposito di eventuali ipotesi di passaggio da controllo di fatto a controllo di diritto non coperte da esenzione, ritiene che debbano essere esaminate alla stregua di altre disposizioni del medesimo testo di legge.

148. Sembra favorevole all'OPA obbligatoria per il passaggio

que, a prescindere dall'opzione interpretativa prescelta, non vi è ombra di dubbio che in capo alla holding o alle sue controllate, di diritto o di fatto, si imporrà un sacrificio economico non indifferente.

Ora, si è detto che la limitazione dell'esenzione si giustifica alla luce delle esigenze di ordine generale sottese alla disciplina dell'OPA, e cioè la tutela dell'interesse dei soci di minoranza e del mercato, che comporterebbero, invece, il riespandersi della disciplina generale nell'ipotesi di controllo non definito e instabile qual è, appunto, il controllo di fatto¹⁴⁹, dove integra il mutamento della situazione anche una semplice diversità di atteggiamento degli azionisti¹⁵⁰.

L'argomento ha una sua indubbia validità sul piano de lege lata. Tuttavia, se sul piano dell'interpretazione giuridica, e a prescindere dall'opzione prescelta, non sussistono incertezze sulla esistenza di un obbligo legale di sottoporre a offerta pubblica le operazioni traslative aventi a oggetto partecipazioni azionarie di società rientranti in un assetto di gruppo non esentate dall'art. 10, comma 12, non si esclude però che la scelta legislativa susciti delle fondate perplessità. Si è già rilevato il differente impatto economico derivante dai sopra citati orientamenti; nel primo caso, infatti, i costi dell'acquisizione del controllo sarebbero più contenuti rispetto al secondo. Su di un piano più generale risulta comunque difficile comprendere il motivo dell'imposizione di tali costi a chi già detenga una posizione di

(Continuazione nota 148 dalla pagina precedente)
dal controllo di fatto a quello di diritto Weigmann, Le offerte pubbliche cit., p. 436.

149. Cfr. Costi, I sindacati di blocco cit., p. 69.

150. Cfr. Marchetti, Note sulla nozione di controllo cit., p. 1264.

controllo sulla società le cui azioni debbano essere oggetto di offerta pubblica.

Per quanto attiene alla seconda questione interpretativa, in virtù delle conclusioni dell'esame appena condotto sulla delimitazione oggettiva della relazione di controllo, non sembrano esserci dubbi sul fatto che il legislatore ha inteso prendere in considerazione una nozione di "gruppo" alquanto restrittiva, incentrata com'è sulla società holding di controllo e su una pluralità di controllate senza superare il terzo grado¹⁵¹ e sulla sussistenza di un controllo di diritto e non di fatto. Vengono in considerazione a tal fine, infatti, solo le società direttamente legate da rapporto di controllo (madre-figlia) e le società controllate direttamente e di diritto da un'unica società¹⁵² (sorelle)¹⁵³. La limitazione al controllo di diritto comporta, dunque, una ridotta rilevanza dell'esenzione per le operazioni infragruppo, essendo spesso i grandi gruppi basati, più che su rapporti di controllo di diritto, su rapporti di controllo di fatto¹⁵⁴.

In definitiva, dall'esame dell'art. 10, comma 12, si desume che la possibilità di introdurre deroghe al rigore

151. Cfr. Galgano, L'OPA e la circolazione endogrupo cit., p. 646; Marchetti, Note sulla nozione di controllo cit., p. 1262 parla di "generale e generico sfavore per l'organizzazione di gruppo".

152. Montalenti, La legge italiana sulle offerte pubbliche cit., p. 867.

153. Nello stesso senso Marchetti, Note sulla nozione di controllo cit., p. 1263, nel chiosare l'osservazione di Galgano, L'OPA e la circolazione endogrupo cit., pp. 650-51, sul c.d. effetto telescopio e cioè l'effetto di demoltiplicazione dell'impegno reale della capogruppo per effetto dell'allungamento della catena di controllo, conclude nel senso che il legislatore abbia inteso limitare al massimo tale fenomeno.

154. Cfr. Costi, I sindacati di blocco cit., p. 69.

della disciplina normativa non è stata sfruttata appieno dal legislatore che, pure, avrebbe potuto avvalersi delle indicazioni desumibili dalla proposta di direttiva comunitaria¹⁵⁵, la quale prevede, infatti, che le autorità di vigilanza possano concedere altre esenzioni motivate, se del caso. La scelta legislativa è stata criticata da chi ha lamentato l'eccessivo zelo così dimostrato¹⁵⁶; invero, da questo punto di vista, pur essendo stata accusata di consentire elusioni alle regole dell'OPA obbligatoria, in realtà la norma appare carente per il motivo opposto.

Se la motivazione del rigido regime legale è, come si è accennato poco prima, nella esigenza di tutela del mercato e degli azionisti di minoranza, c'è da chiedersi se, allo scopo, non sarebbe stato sufficiente limitarsi alla previsione degli obblighi di comunicazione. Le potenzialità di questi ultimi, secondo quanto emerso nel più recente panorama normativo, ivi compresa la legge OPA, consentono di soddisfare le esigenze di trasparenza e, segnatamente, sia quelle afferenti l'assetto proprietario che le esigenze di pura e semplice informazione del e nel mercato azionario. Certo, si potrà obiettare che uguali capacità di scervere le informazioni non esistono, in capo a tutti coloro che si affacciano sul mercato, che, cioè, è ineliminabile una diversa gradazione di conoscenze e competenze e che al legislatore, se non può chiedersi di fare da nurse al sottoscrittore di capitale di rischio, si deve quantomeno imporre di creare le condizioni per un trattamento paritario degli azionisti.

Parità tanto più necessaria quando il controllo sia

155. Sull'art. 4.2 quater della Proposta modificata pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale delle Comunità europee del 26 settembre 1990, n. C240, pp. 7 ss., riferisce Weigmann, Le offerte pubbliche cit., p. 433.

156. Ibid., p. 439.

esercitato per il tramite di strumenti extraproprietari, e cioè tramite strumenti contrattuali, relazioni di fiducia, ecc., e ai soggetti non controllanti sia riservato il solo diritto di partecipare pro quota al patrimonio dell'impresa e ai suoi profitti. Ma a ben vedere, così obiettando si ricade ancora una volta nell'apriorismo di dare per scontato un oggetto di tutela, un bene giuridico che non è, né può essere, funzionale al mercato dove, per l'appunto, interagiscono soggetti con bagagli informativi e competenze diverse.

Non si tratta di difendere l'esistente. Nel caso di specie non pare che l'imposizione ai grandi gruppi di passare, per procedere alle ristrutturazioni interne, attraverso le forche caudine dell'OPA comporti un corrispondente vantaggio per gli azionisti di minoranza.

Il riferimento che suole farsi in tale ambito alla redistribuzione del premio di maggioranza potrebbe, infatti, venire in considerazione in misura più contenuta di quanto teoricamente prevedibile. Ad esempio, nel caso di partecipazioni incrociate tra aziende del medesimo gruppo, la particolare composizione del capitale sociale potrebbe comportare una redistribuzione del premio di maggioranza all'interno dello stesso gruppo con quale beneficio per il mercato non è dato immaginare.

16. Di taluni manifesti limiti della legge italiana

L'analisi svolta nelle pagine che precedono costituisce un primo esercizio ermeneutico sulle possibilità di fornire della legge italiana una lettura coerente con la sua intima ratio, su tematiche particolarmente controverse, all'attenzione della dottrina giuridica e della stessa autorità di controllo. Essa, pure in tali dichiarati limiti, offre un significativo spaccato delle soluzioni proponibili

in chiave di efficienza nell'allocazione del controllo societario riguardo alle ricorrenti problematiche applicative delle norme in rassegna.

E' evidente che tali questioni costituiscono solo una ridotta parte delle numerose quanto complesse verifiche che attendono l'interprete a fronte di una legge così dirompente sotto i profili considerati. Basti aver qui intanto evidenziato taluni emblematici risultati ottenibili con l'ausilio del criterio metodologico prescelto.

Corre tuttavia l'obbligo di rendere fin da ora il lettore avvertito della circostanza che questa chiave di lettura, come altre possibili, non possiede intrinseche virtù taumaturgiche in grado di ovviare alle contraddizioni e alle diseconomie della legge appresso descritte.

Viene al riguardo, in primo luogo, in considerazione l'ambito di applicabilità dell'obbligo di offerta pubblica c.d. "preventiva" con riferimento all'acquisizione del controllo di diritto. Non è invero dubbio, ex art. 10, commi 1 e 2, che chiunque intenda acquisire direttamente o indirettamente la partecipazione di maggioranza di una società quotata in borsa o ammessa alle negoziazioni nel mercato ristretto posseduta al 50,01 per cento debba, all'indomani dell'entrata in vigore della legge 149 del 1992, necessariamente "promuovere un'offerta pubblica di acquisto relativamente alle azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria della società, nonché, ove emessi, ai titoli convertibili in azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria della stessa società o rappresentanti del diritto di sottoscrivere o acquistare le medesime azioni". La nozione di controllo dettata dal secondo comma della richiamata disposizione include infatti, direi prioritariamente, il controllo di diritto.

Ciò implica, necessariamente, che l'offerta di acquisto di oltre la metà del capitale sociale vada rivolta "a parità di condizioni, a tutti gli azionisti di una certa categoria, o a tutti i titolari di obbligazioni convertibili della società i cui titoli sono oggetto dell'offerta" (art. 19, comma 2). Poiché, all'evidenza, non v'è alcuna possibilità di riuscita dell'acquisizione del controllo della società se il suo capitale appartenga al 50,01 per cento a un solo socio e costui non decida di dismettere la sua partecipazione, ne deriverebbe - nell'affermativa - il suo concorso con tutti gli altri azionisti che abbiano deciso di aderire all'offerta. Ciò, tuttavia, non potrà comportare una percentuale di accettazione di titoli superiore all'offerta e, dunque, ex art. 20, comma 3, il concorso del socio di maggioranza con gli altri azionisti nel riparto proporzionale.

Non occorre certo pensarci troppo per comprendere che, al di là di casi patologici, questo azionista di controllo si guarderà bene dall'aderire a una proposta per sé così fortemente diseconomica.

Ora, se non v'è ombra di dubbio che il possesso di oltre la metà del capitale preserva sempre il proprietario da rischi di scalate ostili, è altrettanto evidente che la sussunzione nell'obbligo di OPA preventiva dell'acquisto della maggioranza delle azioni da chi tali azioni possiede non solo non apporta alcuna modifica a tale situazione, ma eleva i costi del ricambio proprietario ai livelli massimi.

E infatti, dopo l'entrata in vigore della legge, l'unica modalità di trasferimento del controllo in siffatte ipotesi, fermo il preventivo indispensabile accordo con il detentore del 50,01 per cento del capitale, consisterebbe nell'offerta pubblica di acquisto dell'intero capitale sociale, essendo evidente che qualsiasi diversa offerta, nel

supporre un qualche riparto proporzionale, sconterà il presumibile dissenso dell'azionista di maggioranza.

Può tuttavia sostenersi che la descritta ipotesi non è sussumibile nella fattispecie dell'OPA preventiva. Ciò in quanto il legislatore, nel dettare la definizione dell'offerta al pubblico, richiama, nell'art. 9, comma 1, il disposto della norma sulla sollecitazione del pubblico risparmio, e cioè l'art. 18 della legge 216 del 1974 e successive modificazioni e integrazioni. In tal senso, anche a non voler accedere a criteri quantitativi al fine dell'individuazione del numero degli oblati a partire dal quale poter considerare pubblica l'offerta (è nota, al riguardo, l'evoluzione giurisprudenziale statunitense che passa dai venticinque destinatari dell'offerta alla regola che vuole la ricorrenza della fattispecie ogni qual volta gli oblati vadano "da due all'infinito"), non potrà non considerarsi che solo la caratterizzazione a indirizzarsi in incertam personam risulta atta a qualificare come sollecitatoria del pubblico l'offerta, quale che sia la sfera dei destinatari coinvolta (in ipotesi, anche uno solo)¹⁵⁷.

Ora, è evidente che tale essenziale caratteristica risulta punto assente nel caso considerato. L'offerta, invece, non si indirizza verso una persona indeterminata, ma verso l'arcinoto titolare del pacchetto di controllo della società superiore alla metà del capitale, il cui assenso non solo è imprescindibile, ma è anche l'unico in grado di produrre gli effetti propri dell'offerta.

Il risultato peraltro non cambia, atteso che l'offerta al pubblico dovrà, accedendo a tale interpretazione,

157. Cfr. F. D'Alessandro, L'attività di sollecitazione al pubblico risparmio, in Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato, Milano, 1986, p. 99.

essere comunque proposta successivamente all'atto traslativo del pacchetto azionario di controllo della metà più uno del capitale ai sensi dell'ottavo comma del richiamato art. 10 e avere a oggetto la proposta di acquisto di "un quantitativo di titoli non inferiore a quello acquistato" (cioè al 50,01 per cento) "e per un prezzo non inferiore alla media ponderata dei prezzi d'acquisto".

In un modo o nell'altro, l'acquirente dovrà peraltro mettere nel conto la plausibile evenienza di potersi trovare a rivestire la qualità di unico azionista, rispondendo allora illimitatamente delle obbligazioni sociali nel periodo in cui le azioni risultano essergli appartenute in ipotesi di insolvenza della società, ex art. 2362 c.c.

Morale della favola: la riconduzione a obblighi di OPA (preventiva o incrementale ha - sotto i profili considerati - scarsa rilevanza) di questa fattispecie, sancisce, in omaggio a un improbabile diritto del socio minoritario a partecipare alla ripartizione della torta nelle stesse proporzioni dell'azionista di maggioranza, la sostanziale esclusione di queste società dal mercato del controllo dell'impresa, con conseguente azzeramento di tutti i problemi di efficiente allocazione della proprietà.

Né vale, per un estremo tentativo di difesa della norma, obiettare che l'ipotesi del controllo al 50,01 per cento di una società quotata è meramente di scuola: questa considerazione oltre a essere - almeno in Italia - decisamente smentita dalla realtà, costituisce semmai ulteriore conferma della bontà del ragionamento svolto, atteso che proprio per tale motivo non si vede perché il legislatore abbia voluto sottoporre a obblighi di OPA relativi a società quotate una fattispecie assunta (a torto) come residuale.

Ancora in termini di costi di applicazione della

legge italiana, vale la pena considerare che, a causa del perverso intreccio tra OPA obbligatoria, successiva e residuale, l'acquisto della totalità delle azioni costituisce l'unica strada per accedere al controllo della società anche in casi nei quali un socio possieda elevate aliquote partecipative, tuttavia inferiori alla metà del capitale.

Così, richiamando una ipotesi a suo tempo all'attenzione della Consob¹⁵⁸, qualora X intenda lanciare un'OPA preventiva per l'acquisizione del 50,01 per cento del capitale ordinario della società quotata Y, controllata da Z che possiede una partecipazione del 48 per cento.

Orbene, a fronte della prospettazione di un'intesa tra l'offerente X e Z tale da prevedere che X acquisterà da Z, subito dopo la chiusura dell'offerta e al prezzo determinato per la stessa, le azioni residue possedute da Z, la Commissione osserva come siffatto accordo sia preordinato "al solo fine di garantire all'attuale titolare del controllo della società quotata di cedere l'intero pacchetto azionario posseduto e al contempo di consentire al promotore dell'OPA di ottenere il controllo della medesima società acquisendo non oltre il 74 per cento del capitale ordinario anziché il 96 per cento".

L'operazione, prosegue la Commissione, "è strutturata nel modo descritto unicamente per ridurre l'impegno finanziario dell'offerente, evitando di seguire il procedimento previsto dal legislatore per consentire al socio di controllo di cedere l'intera partecipazione in suo possesso. Infatti, quest'ultima cessione può essere liberamente effettuata tra chi cede e chi assume il controllo, ma quest'ultimo è poi

158. Cfr. la comunicazione Consob 27 novembre 1992, n. 92008359, in F. Carbonetti e F. Chiappetta (a cura di), Codice del mercato finanziario, Milano, 1993, p. 2337.

obbligato a lanciare un'OPA successiva per una quantità di azioni pari a quella acquisita per conseguire il controllo e al medesimo prezzo della predetta cessione". Da ciò deriva il giudizio di non conformità dell'accordo alle disposizioni di legge.

Ora, è certo che l'avviso della Consob trova solide conferme nel tenore letterale delle disposizioni della legge 149 del 1992. Ciò tuttavia non toglie l'irrazionalità del criterio legale prescelto, visto, tra l'altro, che al caso in parola si renderà, all'evidenza, applicabile il comma 9 dell'art. 10 che, in tema di OPA residuale, prescrive l'obbligo di OPA sulla totalità dei titoli in capo a chi abbia acquisito il controllo ai sensi delle precedenti disposizioni, laddove (come nel caso di specie) il flottante¹⁵⁹ sia divenuto inferiore al 10 per cento. Ne deriva che X, se vuole la società Y, dovrà acquistarne l'intero capitale, esattamente cioè come nella situazione esposta in precedenza.

Può, in ordine alle situazioni descritte, formularsi un giudizio di equo ed efficiente contemperamento degli interessi in gioco da parte del legislatore quanto ad allocazione del controllo dell'impresa? A chi scrive pare proprio di no.

Altre disposizioni della legge italiana prestano il fianco a critiche similari per la introduzione di rilevanti e talora ingiustificati costi legali aggiuntivi da sopportare per l'acquisto di partecipazioni, anche non di controllo. E' il caso, ad esempio, della cosiddetta OPA successiva di cui

159. Per una acuta riflessione sulla nozione di flottante, cfr. Weigmann, Le offerte pubbliche cit., p. 444. Un primo tentativo di rimediare ad alcune incongruenze presenti nel testo della legge (creandone tuttavia altre) è nel DDL 18 dicembre 1992, n. 862, presentato dai senatori Visco e Cavazzuti a inizio XI legislatura, in "Rivista delle società", 1993, p. 732.

al comma 7 dell'art. 10, destinata a scattare, con automatismi difficilmente giustificabili, ogni qual volta si sia in possesso di un ammontare di azioni con diritto di voto pari alla metà delle partecipazioni previste nei commi 2 e 3 (cioè alla metà della partecipazione di controllo) e si intendano acquisire, nell'arco di dodici mesi, ulteriori azioni in misura eccedente il 2 per cento del capitale.

Il cahier de doléances non finisce, ovviamente, qui. Altre non meno importanti questioni potrebbero porsi, dal lato dell'agredito, con riferimento alla preclusione assoluta per la società, ex art. 16, comma 2, di deliberare modificazioni dell'atto costitutivo o dello statuto, riguardo alle quali una dottrina osservava già prima della legge che la questione non è quella della assoluta illiceità della difesa, quanto il valutare, di volta in volta, della liceità o no dei mezzi usati per contenere l'aggressione¹⁶⁰.

Anche con riferimento a tali profili, la puntuale disamina delle questioni coinvolte, oltre che estremamente difficile, finirebbe per condurre questa ricerca al di là degli obiettivi prefissati. Basti, in questa sede, aver posto l'enfasi su quelle problematiche che più delle altre tradiscono l'urgenza con la quale il testo di un provvedimento tanto importante è stato licenziato, nell'erroneo convincimento, mutuato da uno slogan di moda negli ultimi anni, che al vuoto legislativo sia sempre e comunque da preferirsi una legge imperfetta.

160. Mignoli, Riflessioni critiche cit., p. 10. F. Vella, La passivity rule nella legge italiana sulle offerte pubbliche di acquisto e gli effetti sul mercato del controllo societario, in "Banca, impresa e società", 1993, pp. 217 ss.

Bibliografia essenziale

- Angelici, C. (1987), Parità di trattamento degli azionisti, in "Rivista del diritto commerciale", pp. 13 ss.
- Annunziata, F. (1992), La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio di OPA, in "Le società", pp. 589 ss.
- Astolfi, A. (1981), Offerta al pubblico acquisto (OPA), in N. Irti (a cura di), Dizionario del diritto privato, Milano, Giuffrè, vol. XXIX.
- Barsella, S. (1990), Insider trading e obblighi di divulgazione delle informazioni sui mercati finanziari, Consob, Quaderni di finanza, n. 1.
- Berle, A. e G. Means (1932), The Modern Corporation And Private Property, New York, Macmillan, trad. it.: Società per azioni e proprietà privata, Torino, Einaudi, 1966.
- Bonelli, F. (1990), Giurisprudenza e dottrina su acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento, in F. Bonelli e M. De Andrè (a cura di), Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento, Milano, Giuffrè.
- Carbonetti, F. (1989), Che cos'è un valore mobiliare, in "Giurisprudenza commerciale", I, pp. 280 ss.
- Carriero, G. (1990), Insider trading e interessi meritevoli di tutela, in "Quadrimestre", pp. 625 ss.
- _____ (1992), Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading, Milano, Giuffrè.
- Coase, R. H. (1960), The Problem of Social Cost, in "Journal of Law and Economics", n. 1, pp. 3 ss.
- Corapi, D. (1988), La direttiva Cee sull'OPA: il commento degli Ordini forensi della Cee al progetto preliminare del 1987, in "Rivista delle società", pp. 1342 ss.
- Costi, R. (1992), I sindacati di blocco e di voto nella legge sulla OPA, in "Banca, borsa e titoli di credito", vol. I, pp. 482 ss.
- D'Alessandro, F. (1986), La "trasparenza" della proprietà azionaria e la legge di riforma della Consob, in "Giurisprudenza commerciale", I, pp. 327 ss.
- _____ 1987, La seconda direttiva e la partita di

- trattamento degli azionisti, in "Rivista delle società", pp. 3 ss.
- Easterbrook, F. H. e D. R. Fischel (1981), The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, in "Harvard Law Review", pp. 1161 ss.
- _____ (1982), Corporate Control Transactions, in "Yale Law Journal", pp. 698 ss.
- Ferrarini, F. (1983), Le direttive comunitarie in tema di mercato mobiliare, in "Banca, borsa e titoli di credito", I, pp. 101 ss.
- _____ (1989), I nuovi confini del valore mobiliare, in "Giurisprudenza commerciale", I, pp. 741 ss.
- Gambino, A. (1992), L'OPA e la circolazione endogruppo delle partecipazioni di controllo, in "Rivista delle società", pp. 1257 ss.
- Jaeger, P. G. (1993), Gli azionisti: spunti per una riflessione, in "Giurisprudenza commerciale", I, pp. 34 ss.
- Kronman, A. T. (1982), Errore e informazione nell'analisi economica del diritto contrattuale, in AA.VV., Interpretazione giuridica e analisi economica, Milano, Giuffrè.
- Loss, L. (1983), Fundamentals of Securities Regulation, Boston-Toronto, Little, Brown & Co.
- Manne, H. G. (1965), Mergers and the Market for Corporate Control, in "Journal of Political Economy", pp. 110 ss.
- Marchetti, P. (1992), Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale, in "Rivista delle società", pp. 1 ss.
- Mignoli, A. (1986), Riflessioni critiche sull'esperienza italiana dell'OPA: idee, problemi, proposte, in "Rivista delle società", pp. 2 ss.
- Minervini, G. (1973), Un "take over bid" clamoroso alle porte di casa nostra (l'affare Saint Gobain), in Società, associazioni, gruppi organizzati, Napoli, Jovene.
- _____ (1988), La Consob, Napoli, Jovene.
- Ministero del Tesoro (1982), Il sistema creditizio italiano, Roma, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato.
- Montalenti, P. (1992), La legge italiana sulle offerte

pubbliche: prime riflessioni, in "Giurisprudenza commerciale", I, pp. 835 ss.

Niccolini, G. (1979), Offerta pubblica di acquisto (OPA), in Enciclopedia del diritto, Giuffrè, vol. XXIX.

Oppo, G. (1974), Eguaglianza e contratto nella società per azioni, in "Rivista di diritto civile", I, pp. 629 ss.

Pescatore, S. (1984), Offerta pubblica di acquisto di azioni e obbligazioni, in Novissimo digesto italiano, Torino, UTET, Appendice.

Polinsky, A. M. (1992), Una introduzione all'analisi economica del diritto, Roma, "Il Foro italiano".

Rossi, G. (1991), Le diverse prospettive dei sindacati azionari nelle società quotate e in quelle non quotate, in "Rivista delle società", pp. 1372 ss.

Seminara, S. (1994), Le fattispecie sanzionatorie nella L. 18 febbraio 1992, n. 149, sulle offerte pubbliche, in "Giurisprudenza commerciale", I, pp. 35 ss.

Weigmann, R. (1990), voce Offerte pubbliche di acquisto (OPA), in Enciclopedia giuridica, Roma, Istituto della Enciclopedia italiana, vol. XXI.

_____ (1993), Le offerte pubbliche di acquisto, in Trattato delle società per azioni, Milano, Giuffrè.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI "TEMI DI DISCUSSIONE" (*)

- n. 223 — *Measuring Money with a Divisia Index: An Application to Italy*, di E. GAIOTTI (aprile 1994).
- n. 224 — *Monetary Policy Transmission via Lending Rates in Italy: Any Lessons from Recent Experience?*, di L. BUTTIGLIONE e G. FERRI (maggio 1994).
- n. 225 — *Misure della capacità utilizzata nell'industria con i dati sull'energia elettrica*, di L.F. SIGNORINI (maggio 1994).
- n. 226 — *Confidence Costs and the Institutional Genesis of Central Banks*, di C. GIANNINI (maggio 1994).
- n. 227 — *Un'analisi empirica della relazione tra tassi del mercato interno e dell'euro lira*, di G. FERRI e A. GENERALE (giugno 1994).
- n. 228 — *The Defence of Exchange Rates in the EMS: Instruments and Strategies, 1987-1993*, di P. DEL GIOVANE (luglio 1994).
- n. 229 — *About the Level of Daylight Credit, Speed of Settlement and Reserves in Electronic Payment Systems*, di P. ANGELINI (agosto 1994).
- n. 230 — *Asymmetries and Nonlinearities in Economic Activity*, di F. FORNARI e A. MELE (agosto 1994).
- n. 231 — *L'attività cross-border delle banche italiane: una verifica empirica*, di C. BENTIVOGLI e A. GENERALE (settembre 1994).
- n. 232 — *La curva dei rendimenti dei BOT come misura dei tassi futuri attesi*, di G. GRANDE (settembre 1994).
- n. 233 — *Assicurazione dei depositi, coefficienti patrimoniali e copertura dei rischi bancari*, di F. DRUDI e R. TEDESCHI (settembre 1994).
- n. 234 — *Predicting Consumption of Italian Households by means of Leading Indicators*, di G. PARIGI e G. SCHLITZER (settembre 1994).
- n. 235 — *L'apertura di sportelli bancari dopo la liberalizzazione: andamento e determinanti*, di R. DE BONIS, F. FARABULLINI e F. FORNARI (novembre 1994).
- n. 236 — *Alternative Estimators of the Cox, Ingersoll and Ross Model of the Term Structure of Interest Rates: A Monte Carlo Comparison*, di C. BIANCHI, R. CESARI e L. PANATTONI (novembre 1994).
- n. 237 — *Capital Structure Decisions of a Public Company*, di O. HART (dicembre 1994).
- n. 238 — *La proprietà cooperativa: teoria, storia e il caso delle banche popolari*, di R. DE BONIS, B. MANZONE e S. TRENTO (dicembre 1994).
- n. 239 — *Controllo di gruppo e incentivi degli azionisti di minoranza: una verifica empirica*, di M. BIANCO, P. CASAVOLA e A. FERRANDO (dicembre 1994).
- n. 240 — *I meccanismi di funzionamento dei circuiti interni dei capitali: un'indagine empirica del caso italiano*, di L. BUZZACCHI e M. PAGNINI (dicembre 1994).
- n. 241 — *Diffusione della proprietà delle imprese fra le famiglie italiane e trasferimento intergenerazionale: alcune evidenze*, di G. D'ALESSIO (dicembre 1994).
- n. 242 — *Origini e natura speciale dell'attività di banca d'affari in Italia*, di M. DE CECCO e G. FERRI (dicembre 1994).
- n. 243 — *Evoluzione degli assetti di controllo: gli investitori istituzionali*, di M. BIANCO e P. E. SIGNORINI (dicembre 1994).
- n. 244 — *Linee di riforma dell'ordinamento societario nella prospettiva di un nuovo ruolo degli investitori istituzionali*, di D. PREITE e M. MAGNANI (dicembre 1994).
- n. 245 — *Efficiency of Bankruptcy Procedures*, di F. CORNELLI e L. FELLI (dicembre 1994).
- n. 246 — *Change of Ownership: Incentives and Rules*, di L. ZINGALES (dicembre 1994).

(*) I "Temi" possono essere richiesti a:

*Finito di stampare
nel mese di dicembre 1994
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma.*

