

## COMMISSIONE VI FINANZE

# RESOCONTO STENOGRAFICO

## AUDIZIONE

### 2.

## SEDUTA DI MERCOLEDÌ 25 LUGLIO 2007

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE **PAOLO DEL MESE**

### INDICE

|  | PAG.     |   | PAG.         |
|--|----------|---|--------------|
| <b>Sulla pubblicità dei lavori:</b>  |          | Borghesi Antonio (IdV) .....  | 8            |
| Del Mese Paolo, <i>Presidente</i> .....  | 3        | Conte Gianfranco (FI) .....   | 9, 10        |
|  |          | Fluvi Alberto (Ulivo) .....   | 8            |
| <b>Audizione di Massimo Tononi, Sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze, sull'attuazione della direttiva 2004/25/CE (ai sensi dell'articolo 143, comma 2, del regolamento):</b> |          | Strizzolo Ivano (Ulivo) .....   | 10           |
|  |          | Tononi Massimo, <i>Sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze</i> ..... | 3, 9, 10, 11 |
| Del Mese Paolo, <i>Presidente</i> .....  | 3, 8, 11 | <b>ALLEGATO:</b> Documentazione consegnata dal Sottosegretario Tononi .....       | 13           |

N. B. Sigle dei gruppi parlamentari: L'Ulivo: Ulivo; Forza Italia: FI; Alleanza Nazionale: AN; Rifondazione Comunista-Sinistra Europea: RC-SE; UDC (Unione dei Democratici Cristiani e dei Democratici di Centro): UDC; Lega Nord Padania: LNP; Sinistra Democratica. Per il Socialismo europeo: SDpSE; Italia dei Valori: IdV; La Rosa nel Pugno: RosanelPugno; Comunisti Italiani: Com.It; Verdi: Verdi; Popolari-Udeur: Pop-Udeur; DCA-Democrazia Cristiana per le Autonomie-Partito Socialista-Nuovo PSI: DCA-NPSI; Misto: Misto; Misto-Minoranze linguistiche: Misto-Min.ling.; Misto-Movimento per l'Autonomia: Misto-MpA; Misto-Repubblicani, Liberali, Riformatori: Misto-RLR.

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE  
PAOLO DEL MESE

**La seduta comincia alle 15,30.**

**Sulla pubblicità dei lavori.**

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata, anche attraverso l'attivazione di impianti audiovisivi a circuito chiuso.

*(Così rimane stabilito).*

**Audizione del Sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze, Massimo Tononi, sull'attuazione della direttiva 2004/25/CE.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, ai sensi dell'articolo 143, comma 2, del regolamento, l'audizione del Sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze, Massimo Tononi, sull'attuazione della direttiva 2004/25/CE.

In esecuzione dell'impegno assunto dal Governo in sede di recepimento della direttiva CE in materia di OPA, il Governo stesso, con una nota a firma del Viceministro Pinza e del Sottosegretario Tononi, ha comunicato la propria disponibilità ad illustrare presso la nostra Commissione gli orientamenti del Ministero in merito al recepimento della predetta direttiva.

Do la parola al Sottosegretario Tononi per l'illustrazione dei criteri.

MASSIMO TONONI, *Sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze*. Signor presidente con questa illustrazione vorrei presentarvi gli orientamenti del Ministero

dell'economia e delle finanze sul tema della richiamata direttiva comunitaria e del suo recepimento in materia di OPA.

Credo sia importante premettere, sotto l'aspetto del metodo e della sostanza, che questi orientamenti non sono stati conditi in sede di Consiglio dei Ministri. Del resto, questa era l'intesa che avevamo concordato con la Commissione: venire a riferire i nostri orientamenti e raccogliere domande e commenti prima di andare in Consiglio dei Ministri. Questo è esattamente il caso.

Ad oggi, il nostro Ministero ha elaborato gli orientamenti che trovate riportati nel breve fascicolo che ho fornito alla Commissione, che potrà essere utile per seguire l'illustrazione dei principali temi della direttiva oltre che i nostri intendimenti per adeguarci ad essa.

La direttiva, come sapete, è scaduta da molto tempo. Se non erro, il termine ultimo per il suo recepimento era maggio dello scorso anno, ma siamo ormai in dirittura di arrivo.

Confidiamo di poter provvedere in termini molto rapidi.

Per analizzare i temi più rilevanti vi chiedo di andare a pagina 6 dello stampato.

Il primo è quello dell'OPA obbligatoria. Due aspetti sono rilevanti: il prezzo e la soglia al di sopra della quale scatta l'obbligo di OPA.

Per quanto riguarda il prezzo, la direttiva è molto esplicita. Prescrive, infatti, agli Stati membri di imporre, in sede di offerta, a tutti gli azionisti un prezzo uguale a quello più alto pagato dall'offerente in un periodo compreso tra i sei e i dodici mesi antecedente la data dell'offerta stessa.

Per quanto riguarda, invece, la soglia, la direttiva lascia libertà agli Stati membri di stabilire quella che ritengono di dover adottare.

L'orientamento del MEF, riportato a pagina 7, per quanto riguarda il prezzo, va nella direzione prescritta dalla direttiva comunitaria. Noi, quindi, ci adeguiamo, con un'innovazione rispetto all'ordinamento vigente in Italia, alla norma del prezzo più alto nei dodici mesi precedenti l'offerta stessa. Come sapete, oggi non è così. In sede di OPA obbligatoria l'offerente è chiamato a pagare un prezzo pari alla media tra il prezzo più alto da lui pagato nei dodici mesi precedenti e la media di borsa dei dodici mesi precedenti. Il risultato di questo calcolo non coincide per definizione con il prezzo da lui pagato nei dodici mesi precedenti più elevato.

Per quanto riguarda la soglia al di sopra della quale scatta l'OPA obbligatoria, noi pensiamo di confermare l'ordinamento vigente in Italia, ossia di stabilire la soglia della misura del 30 per cento, che è quanto previsto anche nel TUF del 1998.

Il 30 per cento è una soglia ragionevole, anche confrontandola — pagina 8 — con i principali paesi europei. Regno Unito, Germania e Spagna, infatti, hanno anch'essi stabilito nel 30 per cento la soglia che rende obbligatoria l'offerta pubblica di acquisto, quindi è la soglia che qualifica ai fini OPA il controllo da parte del nuovo soggetto. In Francia la soglia è un terzo del capitale, quindi poco distante. In generale, in tutti i paesi europei, la forchetta oscilla in linea di massima tra il 25 e il 33 per cento. Ci sono alcune eccezioni, ma assolutamente irrilevanti. Abbiamo ritenuto di rimanere al 30 per cento e di confermare quella soglia assolutamente in linea con le consuetudini comunitarie.

Il secondo tema affrontato nella direttiva su cui vorrei esporre gli orientamenti del Governo è quello della *passivity rule* — di cui abbiamo parlato in varie occasioni anche in questa Commissione — che sostanzialmente è il divieto, per la società soggetta ad un'offerta, di intraprendere azioni difensive che contrastino gli obiettivi dell'offerta stessa senza passare attra-

verso l'autorizzazione degli azionisti opportunamente convocati in assemblea per deliberare su tali misure difensive.

La direttiva comunitaria prevede la *passivity rule* nei termini che ho poc'anzi citato, ma consente ai singoli Stati membri di non imporla obbligatoriamente. Consente, cioè, di prevederla in via esclusivamente opzionale, ferma restando, però, la facoltà per le singole aziende di prevedere in statuto l'obbligo della *passivity rule*.

Quindi, sostanzialmente la direttiva comunitaria ha lasciato mano libera ai singoli ordinamenti di recepire o meno la *passivity rule*; però vale comunque il principio che le singole aziende possono stabilire all'interno del loro statuto, qualora nel loro ordinamento la *passivity rule* sia opzionale, di applicarla obbligatoriamente.

L'orientamento del Ministero dell'economia e delle finanze è di confermare l'assetto normativo vigente e, quindi, di confermare la *passivity rule*. Questo vuol dire che le azioni difensive volte a contrastare le offerte pubbliche di acquisto ritenute ostili dal *management*, non sono consentite a meno che non intervenga una delibera assembleare che le autorizzi. Lo spirito sottostante questo nostro orientamento è che la scelta, in merito alle misure difensive di contrasto rispetto ad un'offerta che può o non può valutare adeguatamente un'azienda, deve essere lasciata agli azionisti e non al *management* delle aziende. Questo era lo spirito della legge Draghi, del TUF e questo è lo spirito che intendiamo confermare.

Intendiamo lasciare inalterato, quindi, l'articolo 104 del TUF il quale prevede che, in sede assembleare, occorre il voto favorevole di almeno il 30 per cento del capitale per approvare le misure difensive proposte dal consiglio di amministrazione dell'impresa oggetto di offerta pubblica d'acquisto.

L'orientamento del Ministero dell'economia e delle finanze è sostanzialmente coerente con quello adottato da molti, non tutti, paesi europei. Come trovate riportato a pagina 13, tutti i paesi hanno adottato la *passivity rule*, con alcune eccezioni, un paio anche importanti: la Germania, la

Danimarca, il Belgio e il Lussemburgo. Alcuni paesi non hanno ancora stabilito se adotteranno o meno la *passivity rule*. Riteniamo che Olanda e Polonia probabilmente non la adotteranno. Quindi, Francia, Spagna, Gran Bretagna e Italia (se naturalmente l'orientamento del Ministero dell'economia e delle finanze troverà conferma) adotteranno la *passivity rule*, mentre altri paesi, tra cui in particolare la Germania, gli altri sono meno rilevanti, hanno deciso di lasciare alla scelta delle imprese se adottare o meno la *passivity rule* in statuto.

L'altra norma di carattere difensivo è la cosiddetta *breakthrough rule*, la regola di neutralizzazione. Sostanzialmente, è una regola che prevede che, a fronte di un'OPA di successo che ecceda in termini di adesioni il 75 per cento del capitale, vengano automaticamente meno le barriere di tipo difensivo che possono esistere nello statuto di una società, tipicamente azioni a voto plurimo, piuttosto che limiti ai diritti di voto, che sono tra l'altro delle fattispecie che in Italia non esistono. Comunque, sono evidentemente considerate nella direttiva.

Anche per la *breakthrough rule* vale quanto detto per la *passivity rule*: la direttiva l'ha prevista, però ha anche stabilito che i singoli Stati membri possono decidere se avvalersene obbligatoriamente, oppure in via facoltativa, ferma restando ancora la facoltà per le singole aziende di prevedere obbligatoriamente la *breakthrough rule* nel loro statuto qualora nell'ordinamento del loro paese non sia obbligatoria.

La *breakthrough rule* è una norma piuttosto complessa dato che vi sono tutta una serie di esenzioni che vanno forse menzionate perché un paio sono rilevanti. Innanzitutto, la *breakthrough rule* non si applica, quindi non vengono meno i meccanismi esistenti in statuto, alle azioni di risparmio e alle azioni privilegiate; non si applica ai limiti di possesso azionario, ma si applica ai limiti al diritto di voto; non si applica alle *golden share*, laddove ovviamente le *golden share* siano riconosciute dai trattati comunitari, che rappre-

sentato tutto un altro tema e c'è tutto un altro dibattito in corso. Non si applica alle società cooperative, quindi alle nostre banche popolari per fare l'esempio più rilevante.

Il principio di «una testa, un voto» delle banche popolari non viene messo in discussione neanche in presenza di un'OPA che riscuote un grande successo, oltre il 75 per cento.

Il principio rimane. Non può essere infranto dal successo dell'offerta pubblica di acquisto.

In Italia, in realtà, siccome di fattispecie rilevanti ai fini della *breakthrough rule* ce ne sono poche, l'unico elemento veramente rilevante è quello dei patti di sindacato. In Italia di azioni a voto plurimo non ne abbiamo; in merito al limite al diritto di voto, non è consentita introdurre questa facoltà in statuto. L'unica fattispecie rilevante, che rappresenta indubbiamente un elemento di difesa per le imprese oggetto di OPA, è quella dei patti di sindacato i quali prevedono dei vincoli al trasferimento delle azioni tra i soci, o nei confronti di terzi.

L'ordinamento italiano, come sapete, prevede che, in presenza di offerta pubblica di acquisto, i patti di sindacato vengano meno, o quanto meno che i soci aderenti al patto possano recedere dal patto di sindacato e possano cedere ad azioni, sebbene ciò non sia in ottemperanza alle norme del patto di sindacato stesso.

Questa è l'unica fattispecie rilevante. Noi, come Ministero dell'economia e delle finanze, riteniamo di confermare questo stato di cose lasciando — come oggi è previsto — ai soci aderenti al patto la facoltà di cedere le proprie azioni in presenza di un'offerta pubblica di acquisto. I patti di sindacato, come sapete, rappresentano una fattispecie importante nel nostro Paese. Il 10-15 per cento delle nostre aziende, alcune delle quali molto importanti, hanno dei patti di sindacato.

Indubbiamente, si è riflettuto molto su questo punto, ma alla fine si è ritenuto di confermare l'assetto esistente, ancora una volta nell'ottica di consentire agli azionisti

di minoranza di beneficiare di offerte convenienti, senza che un gruppo di controllo sia impedito, da patti preesistenti, nell'aderire ad un'offerta pubblica di acquisto.

Nella sostanza l'orientamento, non ancora condiviso in Consiglio dei Ministri, per il nostro Paese da parte del Ministro dell'economia e delle finanze è di adottare anche la *breakthrough rule* nella consapevolezza che questa regola per noi significa esclusivamente confermare il regime esistente sui patti di sindacato dato che altre fattispecie non esistono.

Questo mi aiuta anche ad argomentare in favore di questa scelta rispetto a quello che è l'orientamento assunto dalla maggior parte dei paesi europei che, invece, hanno ritenuto di adottare la *breakthrough rule* solo in via facoltativa con l'accezione poco significativa dei tre paesi baltici: Lettonia, Lituania ed Estonia. Per l'Italia, lo ripeto, se dovesse trovare compimento quanto detto in termini di orientamenti del MEF si intende confermare in via obbligatoria la *breakthrough rule*.

A breve tornerò su questi temi parlando di reciprocità che è un tema fondamentale. Credo, però, che sia importante prima chiarire altri due aspetti della direttiva che sono molto tecnici, ma al tempo stesso molto significativi. Il primo riguarda la clausola di *squeeze out* che sostanzialmente consente, ad un compratore che acquisisce una parte preponderante del capitale di un'azienda, di acquisire, di diritto, le azioni residue, in modo tale da arrivare al 100 per cento del capitale e procedere ad operazioni di ristrutturazione straordinaria e quant'altro. È una clausola che in Italia esiste. La soglia è al 98 per cento, che è una soglia inusuale dato che in tutti i paesi europei si colloca tra il 90 e il 95 per cento. Negli Stati Uniti, tanto per dare un'idea, la soglia è solitamente del 67 per cento. Noi avevamo raggiunto dei livelli che rendevano difficili le operazioni di ristrutturazione societaria.

La direttiva impone che lo *squeeze out* non solo debba sussistere, ma che si debba collocare in termini di soglia tra il 90 e il

95 per cento. L'orientamento del Ministero è di ridurre la soglia per l'Italia dal 98 a 95 per cento. Badate, non si tratta di un esproprio, ma stiamo parlando del diritto di acquisto ad un prezzo congruo stabilito dalla Consob. Solitamente è lo stesso prezzo dell'offerta pubblica precedente.

L'altra faccia della medaglia è il *sell out*, cioè il diritto per i soci di minoranza di una società partecipata da un socio in misura assolutamente preponderante, di vendere le poche azioni che gli sono rimaste. Anche in questo caso, nella direttiva è previsto che lo si possa fare e che il prezzo venga stabilito con delle procedure che ne assicurino la trasparenza e la correttezza attraverso un intervento della Consob.

La soglia al di sopra della quale scatta l'obbligo per il soggetto di controllo di comprare le azioni offerte dagli azionisti di minoranza è il 95 per cento, specularmente a quanto detto prima per lo *squeeze out*.

Come sapete, in Italia vi è un'ulteriore norma che è quella dell'OPA residuale, che scatta obbligatoriamente allorché il flottante di un'azienda, quindi le azioni che sono trattate sul mercato di un'azienda, si riduce al di sotto di una soglia minima fissata al 10 per cento. Quindi, in realtà, c'è anche un'altra fattispecie, che è quella dell'OPA residuale: quando un soggetto arriva ad avere più del 90 per cento è chiamato obbligatoriamente a fare un'offerta pubblica residuale per quello che è il residuo sul mercato, a meno che non ripristini il flottante entro novanta giorni al di sotto del 90 per cento di soglia.

Per quanto riguarda la reciprocità, è il tema sicuramente più complesso. Vi devo confessare che, nelle settimane passate, non è stato facile manifestare orientamenti certi, perché, come vedrete, la complessità della norma è abbastanza significativa.

La direttiva prevede che laddove le società siano vincolate alla *passivity rule* o alla *breakthrough rule*, possano invocare il principio di reciprocità qualora ricevano offerte da parte di società che non abbiano gli stessi vincoli e che quindi, per effetto

del loro ordinamento o per effetto del loro statuto, non siano obbligatoriamente nelle condizioni di applicare la *passivity rule* oppure la *breakthrough rule*.

Nel caso in cui una società dovesse invocare la reciprocità per motivi di cui sopra, questa società potrà adottare le misure difensive stabilite dalla sua assemblea di azionisti nei diciotto mesi precedenti. Sostanzialmente, le società quotate, italiane e non italiane, dovranno andare in assemblea — sempre se questa direttiva verrà introdotta a tutti gli effetti anche nel nostro ordinamento — e deliberare un menù di misure difensive che potranno essere utilizzate nei diciotto mesi successivi e poi ovviamente rinnovate qualora fossero oggetto di attacco da parte di un'azienda estera che non è gravata dagli stessi vincoli di *passivity* e di *breakthrough rule*.

Anche per quanto riguarda la reciprocità, la direttiva consente ai singoli Stati membri di stabilire se adottare o meno la clausola di reciprocità. L'orientamento del Ministero dell'economia e delle finanze è di adottare la clausola di reciprocità. Questo anche perché si vuole, in qualche modo, cogliere il senso più profondo della direttiva comunitaria, la quale deve penalizzare quei paesi e quelle società che adottano le misure difensive. Se quelle società attaccano delle aziende che invece non adottano misure difensive, chi viene attaccato, dal nostro punto di vista, deve avere la facoltà di poter adottare le stesse misure e, quindi, di invocare il principio della reciprocità.

La complessità operativa non è indifferente, come dicevo inizialmente, e abbiamo cercato di riassumere alcuni temi a pagina 23. Innanzitutto, vale il principio stabilito dalla direttiva che, se qualcuno mi attacca e non è sottoposto alla *passivity*, posso invocare la reciprocità sulla *passivity*. Stesso dicasi per la *breakthrough*. Non posso farlo, però, in modo incrociato, quindi non posso invocare una cosa che non tocca il soggetto attaccante che non sia quella che, invece, lo prova. Quindi, *passivity* con *passivity* e *breakthrough* con *breakthrough*.

Le misure difensive che possono essere adottate nei diciotto mesi precedenti devono essere coerenti con il nostro ordinamento. Parlavo prima del fatto che in Italia le azioni a voto plurimo non esistono, non si possono emettere e non si possono inserire nel menù misure difensive delle azioni a voto plurimo. Si può inserire, evidentemente, ciò che il nostro ordinamento rende possibile. Ad esempio, immissioni di capitale aggiuntivo, fusioni, scissioni, entrate di un nuovo socio con aumento di capitale in assenza di diritto di opzione e via elencando.

Inoltre, la clausola di reciprocità — è importante ribadirlo, perché sono fattispecie rilevanti — non può essere invocata se l'attaccante estero non è quotato a sua volta. La direttiva comunitaria, correttamente, nei fatti regola il mondo delle aziende quotate. Quindi, impone la *passivity*, la *breakthrough* e la reciprocità alle aziende quotate. Se l'attacco proviene da un'azienda non quotata non si può invocare la reciprocità. Tuttavia, si può invocare la reciprocità nell'eventualità che l'azienda non quotata, che effettua l'offerta, sia controllata a sua volta da aziende quotate, nei confronti delle quali la reciprocità può essere invocata e che quindi non applichino la *passivity rule* e la *breakthrough rule*.

Da ultimo, un tema delicatissimo e complicatissimo è quello degli « attacchi » — forse il termine è un po' eccessivo — provenienti da soggetti non comunitari, che quindi sono soggetti a ordinamenti completamente diversi. Il tema della reciprocità è stato dibattuto a Bruxelles. Noi riteniamo che la reciprocità possa essere invocata anche se dovrà essere compatibile con gli accordi internazionali in termini di rapporti commerciali. Vi sono dei rapporti tra paesi che, ovviamente, la Comunità europea al suo interno può regolamentare come meglio ritiene, come ha fatto con la direttiva; accordi bilaterali con altri paesi e a livello complessivo che possono consentire a soggetti che si ritengono penalizzati dall'invocazione della reciprocità, di avanzare una contestazione presso le opportune sedi.

Quindi, non vi è l'assoluta certezza che, a fronte dell'attacco da parte di un'azienda americana, che ovviamente è soggetta a regolamentazioni completamente diverse e non paragonabili — non c'è la *passivity rule*, non c'è la *breakthrough rule* come le intendiamo noi, ma ci sono altre cose —, si possa invocare la reciprocità con successo. Questo vale per noi, ma vale per chiunque.

Su come pensiamo operativamente di gestire il tema della reciprocità, noi riteniamo che ciascun soggetto coinvolto nell'operazione possa far valere le sue ragioni e che lo debba fare innanzitutto rivolgendosi alla Consob. Quest'ultima, poi, dovrà valutare se sussistono i presupposti della reciprocità. La valutazione della Consob, inoltre, non può essere necessariamente la fine del dibattito, nel senso che se la parte si ritiene danneggiata dalla decisione della Consob può, se lo ritiene, presentare ricorso presso il Consiglio di Stato.

Negli altri paesi — ultima pagina del testo — la reciprocità, come dicevo, è facoltativa. Noi intendiamo adottarla sicuramente. La Francia l'ha adottata solo per la *passivity* e non per la *breakthrough rule*; la Germania l'ha adottata per entrambe le fattispecie; lo stesso dicasi per la Spagna; la Gran Bretagna per nessuna delle due.

Questi sono i nostri orientamenti su cui ogni domanda e ogni commento è benvenuto.

Se me lo consentite, un po' per togliere enfasi a quello che ho appena detto, vorrei richiamare alcuni dati statistici. Innanzitutto, i flussi di acquisizione di aziende italiane da parte di soggetti esteri e viceversa, sono sostanzialmente equivalenti. Se si guarda all'evidenza empirica degli ultimi sette-otto anni, si può constatare che più o meno noi compriamo all'estero quanto l'estero compra in casa nostra. Ci sono esempi importanti di aziende italiane che sono state comprate da soggetti esteri (Antonveneta e BNL), come vi sono aziende estere (Endesa o Gitec in America) comprate da protagonisti dell'economia italiana.

Inoltre, vorrei richiamare un aspetto che talvolta viene sottovalutato. Offerte

ostili, non amichevoli ce ne sono davvero pochissime. Se si va indietro con la memoria, probabilmente ci vengono in mente Olivetti-Telecom, o Generali-INA, ma dal '99 ad oggi operazioni veramente rilevanti di tipo ostile ve ne sono state ben poche. C'è ne sono alcune, poi, che partono come non amichevoli e diventano amichevoli con il tempo. Per carità, non voglio sottostimare eccessivamente il problema, ma la casistica è veramente molto modesta.

Se poi si cercano nella memoria soggetti esteri che abbiano attaccato in modo ostile soggetti italiani, si fa ancora più fatica a trovare dei precedenti significativi. Questo a dimostrazione del fatto che quello di cui abbiamo discusso è molto importante. Il tema della *passivity* e della *breakthrough rule*, quindi dell'equilibrio tra i nostri ordinamenti e quello di altri paesi va salvaguardato, ma nei fatti in questi anni non ha ingenerato fenomeni particolarmente significativi di acquisizioni ostili in Italia e, francamente, neanche al contrario.

**PRESIDENTE.** Do la parola ai colleghi che intendono intervenire per porre quesiti o formulare osservazioni.

**ANTONIO BORGHESI.** Signor presidente, intervengo semplicemente per dire che, anche alla luce di quanto è accaduto nel passato un po' più lontano, credo sia fondamentale introdurre la clausola di reciprocità. In passato, più di una volta, ci siamo trovati in difficoltà proprio per l'impossibilità di opporci a situazioni di paesi che, invece, avevano una regolamentazione che permetteva alle loro società di comportarsi in modo diverso dalle nostre. Volevo solo sottolineare questo aspetto dato che ritengo importante che venga considerato.

**ALBERTO FLUVI.** Signor presidente, vorrei fare solo una domanda. Credo che questo lavoro abbia necessità di approfondimento anche se, sulle linee generali, mi sembra condivisibile. Rivolgo una domanda specifica relativa al 30 per cento sull'OPA.



Sappiamo che nel dibattito accademico ci sono state anche diverse posizioni. Fra le altre, la possibilità di non individuare la soglia del 30 per cento, ma di limitarsi ad un concetto, forse non così definito come il 30 per cento, che riguarda il controllo della società che avviene, nel nostro Paese, oltre che attraverso i patti di sindacato, anche tramite un possesso azionario inferiore al 30 per cento.

Vorrei un chiarimento a tal riguardo, se è possibile.

MASSIMO TONONI, *Sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze*. Ha perfettamente ragione, e si è anche aperto un ampio dibattito sul tema. Peraltro, credo che sia stato presentato, forse il mese scorso, un disegno di legge a firma del senatore Zanda ed altri che, tra le varie cose, toccava in particolare il tema delle scatole cinesi, ma ipotizzava anche una soglia OPA che non fosse necessariamente al 30 per cento, ma potesse essere inferiore, in una forchetta fra il 15 e il 30 per cento sulla base di una valutazione della Consob.

Ricordo anche che, prima del 1998, prima della legge Draghi, del TUF, era proprio così. Non c'era una soglia fissa, ma c'era un meccanismo particolarmente complicato per cui la Consob doveva, in qualche modo, elaborare delle conclusioni e ne derivavano dei numeri un po' ballerini.

La mia opinione personale sull'argomento — naturalmente come ho già detto nel mio intervento introduttivo si deve ancora predisporre un disegno di legge, quindi, è un dibattito che continuerà a lungo, ne sono convinto — è che l'elemento fondamentale è la certezza per gli investitori e per i risparmiatori. In tutti i paesi che adottano il regime delle offerte pubbliche di acquisto — e non sono tutti i paesi del mondo, ad esempio gli Stati Uniti non hanno le OPA — c'è una soglia fissa. In passato molti paesi hanno sperimentato delle soglie variabili, ma il risultato è che si creava una tale incertezza sul mercato, con i titoli borsa che non sapevano bene come orientarsi, perché si te-

meva che da un giorno all'altro il soggetto, potenzialmente destinato ad un'offerta, non lo fosse più, e viceversa, che alla fine si è ritenuto di intraprendere la strada della soglia fissa, che ha delle controindicazioni. È, infatti, evidente che le società non sono uguali fra di loro: con il 29,9 per cento talvolta non si controlla un'impresa, talvolta la si controlla abbondantemente. Questo è indubbiamente vero. Un regime di certezza, secondo me, è importante. Questo almeno è il mio punto di vista.

GIANFRANCO CONTE. Vorrei chiedere alcune delucidazioni.

Per quanto riguarda la storia dei patti di sindacato, a quanto ho capito, sostanzialmente la *passivity rule* potrebbe essere interpretata nel senso che si esce fuori dalla logica del patto sindacale per cui ognuno è libero di vendere le proprie azioni. Ho capito bene?

MASSIMO TONONI, *Sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze*. Sì, così accade oggi e verrebbe confermato.

GIANFRANCO CONTE. Verrebbe, dunque, confermato.

Non mi è chiaro, però, il passaggio che avete compiuto sul voto favorevole di tanti soci che rappresentano il 30 per cento del capitale sociale per esercitare la *passivity rule*.

È chiaro che i patti di sindacato si stipulano entro il 30 per cento per evitare di fare le OPA. Tuttavia, se come succede spesso anche da noi — penso a Generali, piuttosto che ad altri schemi consolidati, Mediobanca e quant'altro — ci sono gruppi che sono dentro il patto di sindacato e hanno fuori alcuni soggetti che sono pronti a intervenire, questo 30 per cento non è poco? Se un soggetto è al di sotto del 30 per cento, gliene basta uno non dico con un cavallo bianco, ma anche con un somaro, che lo aiuti ad esercitare la *passivity rule*.

MASSIMO TONONI, *Sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze*. Su questo aspetto abbiamo attentamente riflettuto.

C'è una logica, per cui io convengo con quello che lei ha detto circa il fatto che il 30 per cento può sembrare poco. Vorrei chiarire che, comunque, è la soglia più alta di tutti i principali paesi europei.

Le delibere degli azionisti che, in ossequio alle proposte del consiglio di amministrazione di un'azienda, adottano misure difensive (Francia, Germania, Gran Bretagna e Spagna) vengono accolte con dei *quorum* più bassi.

In Italia, abbiamo già previsto con il TUF un *quorum* elevato al 30 per cento perché vorremmo confermare l'idea che siccome in Italia vi sono molte aziende dove dei gruppi più o meno coesi esprimono una quota importante del capitale, bisogna rendere la vita relativamente difficile a questi soggetti. Quindi, abbiamo stabilito la soglia del 30 per cento.

D'altro canto, rendere la vita troppo difficile ai soggetti di quelle aziende, vuol dire impedire agli azionisti di approvare misure di difesa per quelle aziende che, invece, non sono in quel contesto dal punto di vista dell'azionariato e che, quindi, hanno l'azionariato più diffuso.

Faccio, ancora una volta, un esempio unico, storico ed empirico. Che io sappia, una sola volta nella storia italiana delle OPA c'è stata un'azienda che ha convocato un'assemblea per adottare delle misure difensive. È stata Telecom Italia nel '99, quando l'amministratore delegato Bernabè, di fronte all'azione che lui riteneva ostile di Colaninno, ritenne di adottare le misure difensive — all'epoca era una complessa operazione societaria — e dovette convocare l'assemblea in rispetto alla legge Draghi. In realtà, ci fu un voto abbondantemente favorevole verso le misure in questione, ma al di sotto del 30 per cento. Quindi, le misure difensive non vennero adottate.

Bisogna temperare due esigenze diverse. Noi siamo francamente, nell'ambito europeo, certamente più orientati, con il nostro 30 per cento, a rendere la vita difficile ai gruppi variegati di pseudo controllo. Potremmo esserlo ancora di più, ma rischieremmo di rendere impossibile l'attuazione di queste misure difensive.

GIANFRANCO CONTE. Da noi i casi di *public company* sono piuttosto limitati. Sono più frequenti i patti di sindacato. A me piacerebbe che ci fosse un livello più alto.

L'altra questione è sullo *squeeze out* e sul *sell out*. Perché vi siete fermati al 95 per cento e non avete uniformato quel principio dell'OPA residuale e quindi non siete scesi intorno al 90 per cento per applicare lo *squeeze* e il *sell*?

MASSIMO TONONI, *Sottosegretario per l'economia e le finanze*. Credo che il motivo prevalente sia una certa coerenza con l'ordinamento vigente, che prevedeva addirittura il 98 per cento. È una cosa che io personalmente ho sempre contestato. Trovo ridicolo che un azionista con il 2,1 per cento possa impedire le ristrutturazioni societarie che a volte sono assolutamente ragionevoli e auspicabili. Per coerenza, nella forchetta prevista dalla direttiva, siamo rimasti nella parte alta.

Devo aggiungere che il tema dell'offerta residuale l'ho accomunato, ma è lievemente diverso. Il tema è quello di garantire un minimo flottante, per cui il 90 per cento è la soglia al di sopra della quale il flottante diventa modesto. In quel caso si dà la possibilità al soggetto di controllo di ripristinare il flottante, vendendo un po' di azioni e scendendo sotto il 90 per cento.

Sono, quindi, due fattispecie in qualche misura diverse: in un caso è il diritto all'acquisto senza domande; nell'altro caso è il diritto alla vendita sempre con il 95 per cento. Abbiamo fissato al 5 per cento la soglia al di sotto della quale si può intervenire con questi meccanismi. L'altra è una situazione potenzialmente temporanea di flottante carente, che può essere ripristinato.

IVANO STRIZZOLO. Signor presidente, esprimo una sostanziale condivisione sull'impostazione di fondo illustrata dal Sottosegretario Tononi, che tenta di dare un giusto equilibrio tra la necessità di tutelare il risparmio degli azionisti e, allo stesso tempo, di non impedire, anzi di assicurare regole certe, trasparenza, concorrenza.

Vorrei rivolgere una domanda al Sottosegretario che mi è venuta in mente pensando alle ragioni opposte a quelle indicate dal collega Conte circa la soglia del 30 per cento nella *passivity rule*. Secondo me — può darsi che mi sbagli clamorosamente — proprio perché ci siamo addentrando presumibilmente in una fase di rapporti economici e finanziari in Europa, ma anche fuori, che non dico che sarà turbolenta, ma che necessiterà di un periodo di assestamento, non sarebbe stato meglio fissare una soglia più bassa del 30 per cento, proprio per le ragioni opposte sostenute dal collega Conte?

MASSIMO TONONI, *Sottosegretario per l'economia e le finanze*. Ha ragione. Ho cercato di esporre le ragioni a favore dell'una e dell'altra tesi. Non so se esiste una risposta scientificamente corretta. A noi sembra che il 30 per cento, per quanto sia una percentuale potenzialmente ambiziosa, anche perché ad oggi parte dal nostro ordinamento, rappresenti un dato che può essere confermato.

Questo orientamento potrebbe però cambiare. Ci sono argomentazioni in entrambe le direzioni, dipende da come si vede la cosa.

PRESIDENTE. Quando intende il Governo esercitare la delega?

MASSIMO TONONI, *Sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze*. Potrebbe andare in Consiglio di Ministri anche la settimana prossima, ma non ne sono certo.

PRESIDENTE. Ringraziamo il Governo per aver ottemperato all'impegno assunto, anche se attraverso una procedura anomala che naturalmente rafforza maggiormente la possibile e auspicabile collaborazione tra Parlamento e Governo. Ringrazio il Sottosegretario Tononi. Il testo da lui fornito sarà allegato al resoconto della seduta odierna.

Dichiaro conclusa l'audizione.

**La seduta termina alle 16,15.**

---

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI  
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE

DOTT. COSTANTINO RIZZUTO

---

*Licenziato per la stampa  
il 13 settembre 2007.*

---

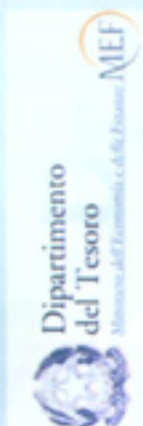
STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

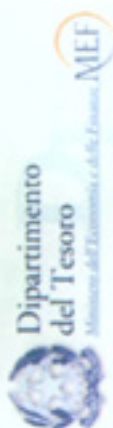
PAGINA BIANCA

ALLEGATO

PAGINA BIANCA

## **IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA OPA GLI ORIENTAMENTI DEL MEF**





## IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA OPA

### I RIFERIMENTI NORMATIVI

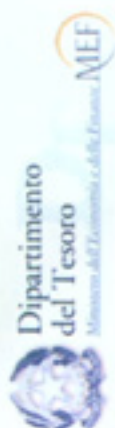
- Direttiva 2004/25/CE del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto (termine di recepimento 20 maggio 2006)
- Decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58 recante il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (di seguito Tuf), in particolare il Capo II della Parte IV
- Delibera 11971 del 14 maggio 1999 della Consob recante il regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58 concernente la disciplina degli emittenti





## Direttiva OPA – l'ambito di applicazione

- ➔ La Direttiva OPA disciplina:
  - le offerte pubbliche di acquisto e di scambio
  - che hanno ad oggetto titoli con diritto di voto
  - emessi da una società di uno Stato membro
  - ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato in uno o più Stati membri



## LA DISCIPLINA/1

La direttiva detta i principi generali ai quali deve uniformarsi la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto nelle legislazioni nazionali e disciplina specificamente i seguenti profili:

- Obblighi di informazione sul governo societario delle società quotate, tale da evidenziare gli ostacoli eretti dalla società o i soci alle offerte pubbliche di acquisto
- Autorità competente alla vigilanza sull'offerta e diritto applicabile, con particolare riferimento all'ipotesi in cui i titoli oggetto di offerta sono emessi da una società avente sede in uno Stato membro e ammessi alla negoziazione sui mercati regolamentati di uno o più di altri Stati membri
- Documento di offerta
- Termini e pubblicità dell'offerta
- Informazione e consultazione dei lavoratori



## LA DISCIPLINA/2

- Offerta pubblica di acquisto obbligatoria
- La disciplina dell'adozione di misure difensive successive alla promozione dell'offerta (cd *passivity rule*) e la neutralizzazione di alcune barriere tecniche preventive (cd *breakthrough rule*). Tali disposizioni possono essere rese non imperative dagli Stati membri, che devono comunque consentire alle società di introdurle nei propri statuti; di conseguenza la direttiva prevede una clausola di reciprocità al fine di ovviare all'eventuale differente grado di contendibilità dell'offerente e della società oggetto di offerta in ragione della diversa applicazione delle disposizioni della direttiva
- Diritto potestativo dell'offerente di acquistare i titoli residui dopo la conclusione dell'offerta (*squeeze - out*)
- Obbligo dell'offerente di acquistare dopo la conclusione dell'offerta i titoli residui su richiesta dei possessori di tali titoli (*sell-out*)



Dipartimento  
del Tesoro  
Ministero dell'Economia e delle Finanze



## OPA OBBLIGATORIA – LA DIRETTIVA

In via generale la disciplina dell'opa obbligatoria si fonda su due elementi: il prezzo e la partecipazione di controllo.

→ La direttiva disciplina solo il prezzo, imponendo che l'opa obbligatoria sia promossa al prezzo più alto pagato dall'offerente per acquisti di titoli della medesima categoria effettuati in un periodo la cui durata è determinata a livello nazionale ma comunque non inferiore a 6 e non superiore a 12 mesi precedenti l'offerta.

E' consentito inoltre agli Stati membri prevedere che in determinate circostanze l'Autorità di vigilanza possa imporre un prezzo superiore od inferiore.

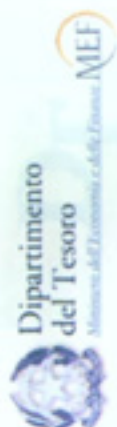
→ La direttiva non definisce la partecipazione di controllo rimettendo tale decisione agli Stati membri.





## OPA OBBLIGATORIA – L'ORIENTAMENTO DEL MEF

- ➔ Verrà, ovviamente, recepito il criterio del prezzo più elevato. Pertanto la disciplina dell'opa obbligatoria offrirà una tutela potenziata, rispetto alla normativa vigente, alle minoranze azionarie. Avvalendosi della facoltà prevista dalla direttiva, verranno enunciate le circostanze al cui ricorrere l'Autorità di vigilanza potrà imporre un prezzo più alto, o consentire la promozione dell'offerta ad un prezzo inferiore.
- ➔ Quanto alla partecipazione di controllo, l'orientamento del MEF è quello di confermare il sistema vigente basato su una soglia predeterminata pari al 30% dei titoli con diritto di voto che ha dato buona prova in ragione degli assetti proprietari delle società quotate italiane.
- ➔ In virtù del potere di deroga conferito dalla Direttiva, si ritiene di confermare le ipotesi di esenzione dall'obbligo di offerta già previste dalla legislazione vigente, attribuendo altresì alla Consob il potere, seppure in presenza di presupposti delimitati, di decidere caso per caso se una determinata fattispecie comporta obbligo di offerta.



## OPA OBBLIGATORIA – GLI ALTRI PAESI

- Per quanto riguarda l'opa obbligatoria, a titolo esemplificativo, la soglia del 30% è prevista nel Regno Unito, Germania, Spagna; in Francia è pari a un terzo del capitale. Sostanzialmente le soglie variano dal 25 al 66 % del capitale; la maggioranza dei Paesi ha scelto di fissare la soglia rilevante al 30%.

Fonte dei dati: Commissione Europea *Report on the implementation of the directive on takeover bids*- SEC(2007)268 del 21 febbraio 2007



## LA PASSIVITY RULE

*Passivity rule* è formulazione sintetica con la quale si riassume il divieto per la società di adottare misure difensive dopo la promozione dell'offerta.

Nella direttiva, così come nella legislazione vigente italiana, la *passivity rule* non è assoluta, dato che gli azionisti possono, in un'assemblea appositamente convocata successivamente alla promozione dell'offerta, adottare, o autorizzare gli amministratori ad intraprendere, tali misure.



## LA PASSIVITY RULE NELLA DIRETTIVA

La *Passivity rule* prevista dalla Direttiva (art. 9):

- ➔ vieta agli amministratori di intraprendere misure dirette a frustrare gli obiettivi dell'offerta senza autorizzazione dell'assemblea;
- ➔ l'autorizzazione assembleare deve essere ottenuta successivamente alla promozione dell'offerta: a tal fine sono previsti termini abbreviati di convocazione dell'assemblea;
- ➔ non sono previste norme specifiche quanto alle maggioranze con le quali deve essere assunta la relativa delibera;
- ➔ può essere resa non obbligatoria dagli Stati membri, salva la facoltà per le società di prevederla nei propri statuti (art. 12)





## LA PASSIVITY RULE – L'ORIENTAMENTO DEL MEF

- ➔ L'orientamento del MEF è quello di mantenere il divieto di adozione di misure difensive salva autorizzazione degli azionisti previsto dall'articolo 104 Tuf. Questo dispone, al comma 1, che *“salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane le cui azioni oggetto dell'offerta sono quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento dell'offerta”*

In altre parole si conferma la tesi, condivisa con la disciplina comunitaria e che informa la disciplina italiana vigente, per la quale le offerte pubbliche di acquisto sono dirette a creare valore per gli azionisti della società acquirente e della società oggetto di offerta.

Ne discende quindi che dovrebbero essere gli azionisti in assemblea, e non il management nel cda, a decidere delle misure destinate ad influire sul successo dell'opa.



## LA PASSIVITY RULE – L'ORIENTAMENTO DEL MEF

- ➔ Quali azionisti dovrebbero essere chiamati a decidere? La direttiva non impone quorum specifici per l'adozione delle misure difensive o per la delibera che autorizza gli amministratori ad adottarle. La disciplina italiana vigente, che si intende confermare, ha individuato, al fine di tenere conto della particolare configurazione degli assetti proprietari delle società quotate italiane, nelle quali è generalmente presente un azionista rilevante, un quorum deliberativo peculiare volto a limitare la possibilità per questo di assumere con il solo peso delle proprie quote la decisione di adottare misure difensive. L'art. 104 Tuf dispone che *“le assemblee deliberano, in ogni convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano almeno il trenta per cento del capitale”*.



## LA PASSIVITY RULE – GLI ALTRI PAESI/1

- ➔ Per quanto riguarda la *passivity rule*, la situazione è piuttosto uniforme. Lo regola è stata resa obbligatoria in tutti i Paesi che hanno già recepito la Direttiva, con l'eccezione della Germania, Danimarca, Belgio e Lussemburgo. A questi Paesi dovrebbero aggiungersi Olanda e Polonia.

Fonte dei dati: Commissione Europea *Report on the implementation of the directive on takeover bids*- SEC(2007)268 del 21 febbraio 2007



## BREAKTHROUGH RULE

*Breakthrough rule* è una formula sintetica per indicare il trattamento in pendenza di offerta e successivamente alla sua conclusione di talune c.d. barriere tecniche tale da depotenziarne la funzione antiscalata.





## BREKTHROUGH RULE NELLA DIRETTIVA /1

La *breakthrough rule* prevista dalla Direttiva (art. 11)

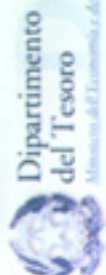
- ➔ rende inefficaci nei confronti dell'offerente
  - i limiti statuari al trasferimento dei titoli e all'esercizio del diritto di voto, con esclusione dei titoli che attribuiscono limitati diritti di voto compensati da privilegi patrimoniali
  - i limiti al trasferimento dei titoli e all'esercizio del diritto di voto derivanti da accordi tra soci o tra la società e i soci
  - i diritti speciali previsti in statuto o nei patti parasociali riguardanti la nomina o la revoca dell'organo di amministrazione
  - le azioni a voto plurimo, alle quali viene attribuito un solo voto
- ➔ opera
  - durante il periodo d'offerta e, in particolare, nell'assemblea convocata per deliberare l'autorizzazione agli amministratori ad attuare misure difensive
  - dopo la conclusione dell'offerta, qualora l'offerente abbia conseguito almeno il 75 % del capitale con diritto di voto, nella prima assemblea convocata per revocare o nominare i membri dell'organo di amministrazione o per approvare modifiche statutarie
- ➔ qualora l'applicazione della *breakthrough rule* comporti soppressione di diritti, implica la corresponsione dell'indennizzo per la perdita subita dai titolari di tali diritti.
- ➔ può essere resa non obbligatoria dagli Stati membri, salva la facoltà per le società di prevederla nei propri statuti (art. 12)



## BREAKTHROUGH RULE – AMBITO DI APPLICAZIONE /1

E' opportuno evidenziare che la *breakthrough rule* ha il limitato ambito di applicazione indicato nella direttiva.

- ➔ A titolo esemplificativo non opera con riguardo a:
  - azioni senza diritto di voto (quali le azioni di risparmio)
  - azioni con diritto di voto limitato dotate di privilegio economico (quali le azioni privilegiate)
  - limiti di possesso azionario
  - diritti speciali riconosciuti agli Stati membri, purché compatibili con il Trattato
- ➔ Non rientrano inoltre nell'ambito di applicazione della *breakthrough rule* le cooperative: pertanto il voto capitaro tipico dello statuto cooperativo non è interessato dalla BTR



## MEI BREAKTHROUGH RULE – L'AMBITO DI APPLICAZIONE/2

- ➔ Nel contesto giuridico italiano la BTR ha rilevanza soprattutto con riferimento ai patti parasociali.
- ➔ Infatti alle società quotate italiane è preclusa, oltre che l'emissione di azioni a voto plurimo, anche l'introduzione in statuto di limiti all'esercizio del diritto di voto, nonché, per effetto dei regolamenti di borsa, di clausole di gradimento.
- ➔ Dopo la riforma del diritto societario potrebbe essere ritenuta ammissibile l'emissione di una classe di azioni dotate di diritti speciali quanto alla nomina dei componenti del consiglio di amministrazione (ad esempio una classe A, i cui possessori nominano la maggioranza del consiglio di amministrazione): la BTR farebbe decadere tali diritti di nomina nell'assemblea successiva alla conclusione dell'offerta convocata per la nomina del nuovo organo di amministrazione dall'offerente che detenga almeno il 75% del capitale con diritto di voto.





## BREAKTHROUGH RULE – L'ORIENTAMENTO DEL MEF

- ➔ L'orientamento del MEF è nel senso di mantenere il meccanismo della facoltà di recesso senza preavviso dai patti parasociali al fine di aderire all'OPA di cui all'articolo 123, comma 3, Tuf (che pur differente nella struttura ha la medesima finalità della BTR) dato il peso crescente nelle società quotate del modello coalizionale di controllo.
- ➔ Date tali premesse e considerato che il MEF intende prevedere la clausola di reciprocità, potrebbe esser opportuno attuare integralmente l'articolo 11 per via legislativa, al fine, in particolare, di poter invocare sempre la clausola di reciprocità nei confronti di un eventuale offerente che non abbia attuato l'art. 11 ovvero di evitare che venga invocata la clausola di reciprocità dall'emittente straniero i cui titoli sono oggetto di offerta da parte di una società italiana.

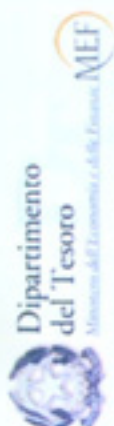




## BREAKTHROUGH RULE-GLI ALTRI PAESI

- ➔ Tra gli Stati che hanno recepito la Direttiva solo tre (Lituania, Estonia e Lettonia) hanno reso obbligatoria la regola di neutralizzazione, né si prevede che sia resa obbligatoria dai pochi Paesi che non hanno ancora recepito.

Fonte dei dati: Commissione Europea *Report on the implementation of the directive on takeover bids*- SEC(2007)268 del 21 febbraio 2007



## SQUEEZE-OUT E SELL-OUT

### → *Squeeze - out*

Il diritto potestativo di acquisto, già previsto dalla legislazione nazionale, ha come finalità quella di garantire la maggiore efficienza dell'offerta pubblica di acquisto perché nel corso dell'offerta incentiva l'adesione, e alla sua positiva conclusione l'azionista di maggioranza può sottrarsi all'opposizione di una esigua minoranza. Rispetto alla legislazione vigente, la differenza più rilevante concerne la soglia: nella legislazione italiana la soglia è posta al 98% del capitale con diritto di voto, laddove la direttiva consente agli Stati membri di sceglierne una posta tra il 90 e il 95% del capitale con diritto di voto. L'orientamento del MEF è di scegliere la soglia massima consentita dalla direttiva.

### → *Sell-out*

A conclusione dell'offerta l'offerente che si trovi a detenere una partecipazione pressoché totalitaria ha l'obbligo, se richiesto, di acquistare la partecipazione dei soci che non hanno aderito all'offerta. L'istituto è concepito come un allentamento della coazione a vendere: pertanto il diritto sorge solo se la soglia è raggiunta tramite opa, può essere esercitato in tempi ristretti rispetto alla conclusione dell'offerta e il corrispettivo, tranne circostanze sopravvenute, è quello dell'offerta. Il MEF nel recepire la direttiva ritiene, a fini di maggior tutela degli azionisti di minoranza, di prevedere, coordinandolo con l'istituto del *sell-out*, anche l'obbligo di acquisto in presenza di presupposti analoghi a quelli che nella legislazione vigente comportano l'obbligo di offerta residuale, che ha invece la diversa finalità di garantire all'azionista di minoranza l'exit nel caso in cui il titolo divenga illiquido.



## LA CLAUSOLA DI RECIPROCITA' NELLA DIRETTIVA

- ➔ La Direttiva prevede (art. 12) che gli Stati possono consentire alle società che applicano, in via obbligatoria o in virtù di una opzione statutaria, la *passivity rule* e/o la *breakthrough rule*, di disapplicare tali regole qualora i titoli da esse emessi siano oggetto di offerta da parte di una società che, in base al proprio ordinamento nazionale, non soggiace alle medesime regole.
- ➔ Nel caso venga invocata la clausola di reciprocità, la società oggetto di offerta può attuare le misure oggetto di apposita delibera assembleare, adottata in via preventiva, ma entro i 18 mesi precedenti la promozione dell'offerta.



## LA CLAUSOLA DI RECIPROCITA' - L'ORIENTAMENTO DEL MEF

- L'orientamento del MEF è nel senso di prevedere la clausola di reciprocità. Si intende infatti recepire il senso più profondo della normativa comunitaria, la quale ha inteso la clausola di reciprocità come uno strumento per spingere tutti gli Stati membri all'adozione degli articoli 9 e 11, permettendo alle società degli Stati membri che applicano integralmente le due disposizioni di poter invocare la reciprocità nei confronti di quelle che invece non le applicano o non le applicano integralmente.
- Si ritiene di prevedere direttamente nel decreto legislativo la clausola di reciprocità: la tutela degli azionisti di minoranza non verrebbe meno, dato che una volta invocata la clausola di reciprocità, la società potrebbe porre in essere solo le misure approvate o autorizzate dall'assemblea con delibera adottata nei 18 mesi precedenti il momento in cui l'offerta sia stata resa pubblica.





## LA CLAUSOLA DI RECIPROCITA' - LE DIFFICOLTA' OPERATIVE/I

➔ Dal punto di vista operativo, la reciprocità risulta complessa:

- La clausola di reciprocità può essere invocata solo rispetto alla disposizione comunitaria che l'emittente applica e l'offerente non applica (ad esempio se entrambi applicano la *passivity rule*, ma solo l'emittente applica la BTR, la clausola di reciprocità può essere invocata solo rispetto a questa).
- La reciprocità consente alla società emittente di non applicare la normativa nazionale di attuazione della disposizione comunitaria a cui non soggiace la società offerente:
  - Pertanto nel caso che la reciprocità sia invocata rispetto alla *passivity rule*, la delibera di autorizzazione dell'assemblea della società emittente dovrà prefigurare gli atti e le operazioni idonee a contrastare l'offerta che gli amministratori potranno intraprendere;
  - Rispetto alla BTR, la delibera assembleare dovrà prevedere l'applicazione delle misure altrimenti oggetto di neutralizzazione.
  - Neanche in via di reciprocità sono ammesse misure non consentite dall'ordinamento nazionale (ad esempio azioni a voto plurimo o limiti all'esercizio del diritto di voto) anche se per ipotesi presenti nello statuto della società offerente.



## LA CLAUSOLA DI RECIPROCIITA' - LE DIFFICOLTA' OPERATIVE/2

### → Inoltre


- la clausola di reciprocità non può essere invocata qualora l'offerente sia una società non quotata, come tale non tenuta all'applicazione della direttiva, se non nell'ipotesi che sia controllata direttamente o indirettamente da una quotata che non applica l'una o l'altra delle disposizioni.
- la clausola di reciprocità opera anche nei confronti di offerenti extracomunitari ma dovrà essere valutata la compatibilità con l'Accordo generale sul commercio dei servizi (GATS).



## LA CLAUSOLA DI RECIPROCITA' - LE DIFFICOLTA' OPERATIVE/3

### → La valutazione del regime dell'offerente:

- tale verifica non è agevole dato che il regime dell'offerente risulterà, nella maggior parte di casi, da una combinazione di regole statutarie e legislative; sarà inoltre necessario verificare, nel caso in cui risulti l'applicazione integrale da parte dell'offerente delle stesse disposizioni comunitarie applicate dall'emittente, se la società che controlla direttamente o indirettamente il primo applichi o meno dette disposizioni, ricostruendo a tal fine anche i rapporti di controllo
- è dubbio che la direttiva consenta non solo una verifica dell'applicazione della disposizione comunitaria ma anche una verifica dell'equivalenza dei regimi (ad esempio, due società possono essere entrambe soggette alla *passivity rule* ma per l'adozione della delibera assembleare potrebbero essere richiesti quorum diversi)
- l'orientamento del MEF è nel senso di attribuire alla Consob il compito di verificare, su richiesta di una delle parti ed entro tempi definiti, tale valutazione, con provvedimento motivato e impugnabile secondo le regole generali.



Dipartimento  
del Tesoro  
Ministero dell'Economia e delle Finanze  
MEF

## LA CLAUSOLA DI RECIPROCITA' - GLI ALTRI PAESI

→ Per la clausola di reciprocità la situazione è piuttosto variegata. Solo a titolo esemplificativo: è stata introdotta in Francia (ma solo per la *passivity rule*) e in Germania, e lo sarà in Spagna, ma non nel Regno Unito.

Fonte dei dati: Commissione Europea *Report on the implementation of the directive on takeover bids*- SEC(2007)268 del 21 febbraio 2007

