

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 introdurlle 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*)

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.



- 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 enucleate 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



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* 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, salvo la facoltà per le società di prevederla nei propri statuti (art. 12)



- ▼ L'orientamento del MEF è quello di mantenere il divieto di adozione di misure difensive salvo 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.



- ❖ 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.



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

- ➔ rende inefficaci nei confronti dell'offerente
 - i limiti statutari 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, salvo la facoltà per le società di prevederla nei propri statuti (art. 12)



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 capitario tipico dello statuto cooperativo non è interessato dalla BTR



- 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.



- 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.