

## 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 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 RECIPROCIITA' - 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.

- 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.



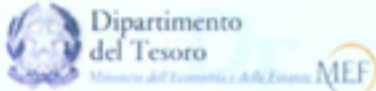
➔ Inoltre

- 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 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.



**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

---

€ 0,76

Stampato su carta riciclata ecologica



\*15STC0005450\*