

IX CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI  
UNIVERSITARI  
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"PROBLEMI ATTUALI DELLA PROPRIETÀ NEL DIRITTO COMMERCIALE"

Roma, 23-24 febbraio 2018

FEDERICO FORNASARI

**L'o.p.a. obbligatoria per le società ammesse all'AIM Italia**

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. Le norme applicabili alle società quotate sull'AIM Italia. - 3. La previsione dell'o.p.a. obbligatoria nel regolamento emittenti di Borsa Italiana. - 4. Le ragioni della clausola. - 5. L'obbligo di o.p.a. statutario. - 5.1. L'introduzione della clausola ed il diritto di recesso. - 6. La proposizione dell'offerta ed il procedimento d'offerta. - 6.1. La mancata proposizione dell'offerta e la sterilizzazione del voto. - 6.2. L'accertamento del superamento della soglia e la sospensione del diritto di voto. - 7. L'"autorità" di supervisione dell'offerta: il Panel. - 7.1. I poteri di amministrazione dell'offerta. - 7.2. Il Panel come "consulente". - 7.3. Il Panel come giudice delle controversie. - 8. Conclusioni.

1. *Introduzione.* - La disciplina dell'o.p.a. obbligatoria è una pietra miliare per la regolamentazione delle acquisizioni delle società quotate sia nel diritto europeo, che in quello italiano. La direttiva o.p.a.<sup>1</sup> nella sua integrità si applica esclusivamente alle offerte relative alle società che abbiano titoli ammessi alla negoziazione su di un mercato regolamentato<sup>2</sup>, mentre l'art. 105, comma primo t.u.f. prevede che l'istituto dell'o.p.a. obbligatoria si applichi «alle società italiane con titoli ammessi alla

---

<sup>1</sup> Direttiva 2004/25/CE, pubblicata in G.U.U.E. n. L 142, 30 aprile 2004.

<sup>2</sup> Art. 1, comma primo: «La presente direttiva stabilisce misure di coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari, amministrative, dei codici di condotta e degli altri regimi degli Stati membri, ivi compresi quelli stabiliti da organismi ufficialmente preposti alla regolamentazione dei mercati (in seguito «norme»), riguardanti le offerte pubbliche di acquisto di titoli di una società di diritto di uno Stato membro, quando una parte o la totalità di detti titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato ai sensi della direttiva 93/22/CEE del Consiglio (3), in uno o più Stati membri (in seguito «mercato regolamentato»)».

negoziatore in mercati regolamentati italiani»<sup>3</sup>. Ne consegue che le società con titoli quotati su di un sistema multilaterale di negoziazione, ed i loro azionisti di controllo, non sono soggetti alla disciplina dell'o.p.a. obbligatoria.

Nonostante queste disposizioni, non sussiste una differenza ontologica<sup>4</sup> fra le (supposte) esigenze di protezione degli azionisti di minoranza di una società quotata in un mercato regolamentato od in un sistema multilaterale di negoziazione<sup>5</sup> che renda l'o.p.a. obbligatoria superflua o irrilevante rispetto a queste ultime. Questa affermazione è suffragata dal raffronto con le previsioni normative di altri Stati europei. Per esempio, il UK Takeover Code si applica integralmente, e quindi anche nelle sue disposizioni relative all'o.p.a. obbligatoria<sup>6</sup>, alle società i cui strumenti finanziari siano ammessi alla negoziazione su di un sistema multilaterale di negoziazione<sup>7</sup>. L'art. L 433-3 II del Code monétaire et financier francese prevede che la disciplina dell'o.p.a. obbligatoria si applichi qualora venga superata la soglia dei cinque decimi del capitale o dei diritti di voto in una società le cui azioni siano ammesse su di un mercato per la negoziazione di strumenti finanziari che non costituisce un mercato regolamentato.

---

<sup>3</sup> Tuttavia, non vi è assoluta simmetria fra il perimetro di applicazione della direttiva o.p.a. e della normativa italiana. Infatti, la direttiva o.p.a. riguarda le offerte «rivolte ai possessori dei titoli di una società per acquistare la totalità o una parte di tali titoli [...] a condizione che siano successive o strumentali all'acquisto del controllo secondo il diritto della società emittente» (art. 2, par. 1, lett. a)); al contrario il diritto italiano prevede limiti qualitativi e quantitativi per l'applicazione della disciplina sulle o.p.a. Inoltre, il t.u.f. subordina l'applicazione di determinate disposizioni allo *status* di società quotata su di un mercato regolamentato, e non tutta la disciplina. Sulla trasposizione della direttiva o.p.a. nel diritto italiano si veda F.M. MUCCIARELLI, *L'attuazione della direttiva o.p.a. nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 448 ss.

<sup>4</sup> Sostengono che non sussista una differenza ontologica fra sistemi multilaterali di negoziazione e mercati regolamentati N. BANCHELLI-M. SCIARRA, *La disciplina dei mercati*, in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di E. Galanti, Padova, Cedam, 2008, 1083.

<sup>5</sup> Per quanto la gestione di un sistema multilaterale di negoziazione costituisca un servizio d'investimento, tale attività e quella di gestione di un mercato regolamentato, nei fatti, presentano diversi elementi di vicinanza; CONSOB, *Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia*, 5 giugno 2014, disponibile all'indirizzo [www.consob.it](http://www.consob.it), 7.

<sup>6</sup> Rule 9 del UK Takeover Code.

<sup>7</sup> Par. 3(a) *Introduction* del UK Takeover Code. Come si argomenterà nel prosieguo, l'AIM UK, il principale sistema multilaterale di negoziazione britannico per le azioni, è servito da modello per la regolamentazione dell'AIM Italia.

Per quanto l'o.p.a. obbligatoria prevista dagli artt. 106 ss. t.u.f. non si applichi direttamente alle società i cui strumenti finanziari siano ammessi alla negoziazione su di un sistema multilaterale di negoziazione, il regolamento emittenti di Borsa Italiana<sup>8</sup> per l'AIM Italia<sup>9</sup> (in seguito, r.e. AIM) ha disposto che, per essere ammessi alle negoziazioni, gli emittenti debbano prevedere nel proprio statuto una clausola che renda applicabili tramite richiamo alcune disposizioni della disciplina dell'o.p.a. obbligatoria, e, segnatamente, l'art. 106 e l'art. 109 t.u.f. Tale previsione, a parte l'indubbia originalità, suscita interessanti problematiche dal punto di vista della tecnica normativa, della politica del diritto, dell'applicazione e dell'implementazione di una disciplina legislativa tramite contratto. L'ultimo aspetto è particolarmente rilevante anche alla luce del ruolo che svolge la Consob nel processo d'offerta regolato dal t.u.f. e che non può essere chiamata a svolgere dagli statuti societari<sup>10</sup>. Infine, la disciplina prevista dal r.e. AIM non è stata ancora oggetto di trattazione in dottrina<sup>11</sup>,

---

<sup>8</sup> Regolamento emittenti che, nonostante l'omonimia, ha diversa natura giuridica rispetto al regolamento emittenti emanato dalla Consob. Mentre il regolamento emittenti emanato dalla Consob è un atto amministrativo espressione di potere regolamentare, il regolamento emittenti emanato da Borsa Italiana per le società ammesse all'AIM Italia ha natura meramente privatistica: lo stesso Collegio dei Probiviri di Borsa Italiana per l'AIM, in una decisione del 30 settembre 2010 (pubblicata in *Riv. dir. soc.*, 2013, 304 ss.) ha affermato che il rapporto fra Borsa Italiana e gli emittenti è di tipo privatistico. La natura privatistica dell'attività dei gestori dei mercati regolamentati è riconosciuta dalla dottrina prevalente, M. VENTORUZZO, *Natura giuridica e disciplina del rapporto tra società di gestione dei mercati regolamentati e intermediari ammessi all'attività di negoziazione: considerazioni a margine di un caso di "cancellazione" di contratti conclusi tra operatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, II, 719; R. COSTI-L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, Cedam, 2004, 472. Per una ricostruzione in parte privatistica ed in parte amministrativistica dell'attività della società di gestione del mercato si veda M. NOTARI, *Contratto e regolamentazione nella quotazione in borsa*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 493 ss.

<sup>9</sup> L'AIM Italia è il principale sistema multilaterale di negoziazione italiano per le azioni. A partire da gennaio 2018, AIM Italia è stato registrato come mercato di crescita per le PMI ai sensi dell'art. 62 t.u.f.

<sup>10</sup> Uno statuto non può prevedere in maniera valida e vincolante che la società sia soggetta alla vigilanza della Consob.

<sup>11</sup> Il tema dell'o.p.a. obbligatoria endosocietaria, ma non dell'o.p.a. endosocietaria come prevista dal r.e. AIM di Borsa Italiana, è stato trattato in dottrina da G. D'ATTORRE, *Opa obbligatoria statutaria e sospensione del diritto di voto*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 679 ss., E. PEDERZINI, *Profili contrattuali delle offerte pubbliche di acquisto*, Milano, Giuffrè, 2004, 77 ss. È stato invece accennato da C. MOSCA, *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di opa. (Note a margine del caso Sai-Fondiaria)*, in

probabilmente a causa della sua recente introduzione, della circostanza che il numero delle società ammesse all'AIM Italia è divenuto rilevante soltanto negli ultimissimi anni e che le prime o.p.a. obbligatorie per le società ammesse all'AIM Italia si sono svolte nel 2015.

Ai fini della trattazione del tema è innanzi tutto necessario specificare quali norme relative alle offerte pubbliche di acquisto siano applicabili alle società quotate sull'AIM Italia (§ 2), delineare la struttura dell'o.p.a. obbligatoria endosocietaria come prevista dal r.e. AIM (§ 3) e discutere le ragioni del recepimento di tale disciplina (§ 4). In seguito, si analizzeranno i profili applicativi di tali disposizioni: la liceità della clausola (§ 5), l'introduzione della clausola e la spettanza del diritto di recesso (§ 5.1), la proposizione ed il procedimento d'offerta (§ 6), la mancata proposizione dell'o.p.a. e la sterilizzazione del voto (§ 6.1) e l'accertamento del superamento della soglia e della sospensione del diritto di voto (§ 6.2). L'analisi si concentrerà dunque sull'autorità di supervisione dell'offerta (§ 7), considerando le sue funzioni consultive (§ 7.1), "amministrative" (§ 7.2) e "giurisdizionali" (§ 7.3). Seguono le conclusioni (§ 8).

2. *Le norme applicabili alle società quotate sull'AIM Italia.* – Preliminarmente, è necessario accertare quali norme del t.u.f. sulle o.p.a. siano potenzialmente applicabili agli emittenti quotati sull'AIM.

In via generale, l'art. 1, comma 1, lett. v) t.u.f. prevede che un'o.p.a. sia «ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 1, lettere b) e c)». Ai fini dell'applicazione della normativa sull'o.p.a., il t.u.f. stabilisce un requisito qualitativo ed uno quantitativo, che devono sussistere congiuntamente: l'offerta deve avere ad oggetto prodotti finanziari, essere rivolta ad almeno 150 soggetti<sup>12</sup> e prevedere un corrispettivo totale almeno pari a 5.000.000 di euro<sup>13</sup>. La natura di società

---

*Riv. soc.*, 2007, 1349 ss.; ID., *Autonomia statutaria e disciplina dell'opa obbligatoria: il caso BioXell S.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2006, 1179 ss.

<sup>12</sup> Art. 34-ter, comma primo, lett. a) Regolamento Emittenti emanato dalla Consob.

<sup>13</sup> Art. 34-ter, comma primo, lett. c) Regolamento Emittenti emanato dalla Consob.

quotata o meno non è dunque rilevante né indispensabile per l'applicazione della disciplina generale delle o.p.a.<sup>14</sup>

Al contrario, lo *status* di società quotata su un mercato regolamentato è rilevante<sup>15</sup> sia per l'applicazione della regola di neutralità, prevista dall'art. 104 t.u.f., che per l'applicazione delle norme della parte IV, titolo II, sezione II del t.u.f. Infatti, «salvo quanto previsto dall'articolo 101-ter<sup>16</sup>, le disposizioni della presente sezione si applicano alle società italiane con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani»<sup>17</sup>. Di conseguenza le norme sull'o.p.a. obbligatoria, sull'o.p.a. parziale preventiva, sul diritto e l'obbligo di acquisto non si applicano alle società che non siano anche quotate su un mercato regolamentato e, quindi, che siano quotate solamente sull'AIM.

3. *La previsione dell'o.p.a. obbligatoria nel regolamento emittenti di Borsa Italiana.* – Con l'avviso n. 1951 dell'8 febbraio 2012, Borsa Italiana ha comunicato l'entrata in vigore della disciplina del nuovo AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale<sup>18</sup>, che, come si legge nell'avviso stesso, era indirizzata principalmente alla creazione di un mercato che rispondesse alle esigenze delle piccole e medie imprese. Nell'elaborazione dei diversi regolamenti per l'AIM un ruolo consultivo fondamentale è stato giocato dall'Advisory Board<sup>19</sup>, un organo rappresentativo

---

<sup>14</sup> Naturalmente, dati i requisiti di applicazione generale della disciplina, non è frequentissimo che questa si applichi alle società non quotate.

<sup>15</sup> F.M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da R. Costi, Torino, Giappichelli, 2014, 44-5.

<sup>16</sup> Relativo all'Autorità di Vigilanza competente per la supervisione dell'offerta ed al diritto applicabile.

<sup>17</sup> Art. 105, comma primo t.u.f.

<sup>18</sup> Il "nuovo" sistema multilaterale di negoziazione nasceva dall'accorpamento dei mercati AIM Italia e MAC.

<sup>19</sup> L'attività dell'Advisory Board, d'altra parte, non è terminata con l'elaborazione delle regole per il funzionamento del "nuovo" AIM Italia fra il 2010 ed il 2012. Al contrario, il ruolo dell'Advisory Board quale collaboratore di Borsa Italiana nella definizione dei programmi generali e delle strategie di sviluppo del mercato è "istituzionalizzato" dall'art. 4 delle Disposizioni generali dell'AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale. L'Advisory Board, infatti, «esprime il proprio parere, obbligatorio ma non vincolante, sulle proposte di modifica al Regolamento Emittenti e Nominated Adviser e sulle disposizioni in tema di accesso al mercato secondario e funzionamento del mercato».

“dell’industria finanziaria” italiana<sup>20</sup>, il quale ha affermato che: «l’accesso del *retail* al mercato, al pari dell’esigenza di attrarre investitori istituzionali, ha indotto l’Advisory Board a considerare cruciale l’introduzione di una clausola di offerta pubblica di acquisto endosocietaria<sup>21</sup> come requisito di ammissione dell’emittente».<sup>22</sup>

La norma fondamentale in materia di o.p.a. endosocietaria è costituita dall’art. 6-*bis* r.e. AIM, che dispone che l’emittente debba inserire nello statuto e rendere operative, a partire dal momento dell’inizio delle negoziazioni, le disposizioni in tema di o.p.a. obbligatoria secondo il modello di clausola della scheda 6 r.e. AIM. Nello specifico, l’art. 6-*bis* r.e. AIM prevede che, per richiamo statutario, nel caso di promozione di un’o.p.a. obbligatoria, trovino applicazione le norme del t.u.f. e le relative disposizioni di attuazione<sup>23</sup> ed orientamenti Consob in materia di: soglie rilevanti<sup>24</sup>, esenzioni dall’obbligo di promuovere l’offerta, identificazione

---

<sup>20</sup> Come si legge nel comunicato stampa di Borsa Italiana del 20 ottobre 2010 (reperibile sul sito [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)), al momento dell’elaborazione della nuova disciplina l’Advisory Board era presieduto da Vincenzo Boccia e composto da «Gioacchino Attanzio – AIDAF; Vincenzo Boccia – Confindustria; Carmine Di Noia – Assonime; Marco Fumagalli – Centrobanca; Duccio Galletti – Banca Akros; Anna Gervasoni – AIFI; Gianluigi Gugliotta – Assosim; Roberto Magnoni – Intermonte Sim; Carmine Mancini – MPS Capital Services; Andrea Mayr – Banca IMI; Roberto Rati – Unicredit Corporate Banking; Alessandro Rota – Assogestioni; David Sabatini – ABI; Andrea Vismara – Equita Sim; Marco Zanchi – UGF Merchant.»

<sup>21</sup> Bisogna notare che il diritto al disinvestimento al momento del trasferimento del controllo è tutelato non solo dall’art. 106 t.u.f., ma anche, in casi particolari, da altre disposizioni dell’ordinamento, relative alle società non quotate, come l’art. 2497-*quater*, comma primo, lett. c) c.c.; si veda S. GILOTTA, *Diritto di recesso che consegue all’inizio dell’attività di direzione e coordinamento*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 592 ss.; C. PASQUARIELLO, *Il recesso nei gruppi di società*, Padova, Cedam, 2008, *passim*; e la recente pronuncia del Trib. Milano, 21 luglio 2015, pubblicata in *Giur. comm.*, 2016, II, 660 ss. Inoltre, il diritto al disinvestimento nel caso di cambiamento del controllo è tutelato, in via statutaria, anche in relazione alle *start-up* e PMI innovative che intendono accedere all’*equity crowdfunding*: tali società devono prevedere nel proprio statuto, fino a quando sussistono i requisiti per essere considerate *start-up* innovative e comunque per almeno per tre anni dall’offerta tramite il portale *online*, una clausola che garantisca il diritto di recesso o di *tag-along* nel caso in cui muti il socio di controllo; art. 24, comma primo, lett. a) del Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali online della Consob, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013.

<sup>22</sup> Avviso n. 1951 dell’8 febbraio 2012 di Borsa Italiana.

<sup>23</sup> Contenute principalmente nel Regolamento Emittenti della Consob.

<sup>24</sup> Le disposizioni in materia di soglie rilevanti sono state modificate dal d.l. 24 giugno 2014, n. 91 (convertito in legge con modifiche nella l. 11 agosto 2014, n. 116).

dei soggetti tenuti alla promozione dell'offerta, condizioni (prezzo e corrispettivo) e modalità temporali dell'offerta<sup>25</sup>.

Inoltre, il r.e. AIM prevede che un collegio di Proviviri nominati da Borsa Italiana, denominato Panel, svolga sostanzialmente il ruolo dell'Autorità di vigilanza<sup>26</sup> rispetto all'o.p.a. obbligatoria. Il Panel, nell'esercizio delle sue funzioni, deve applicare, oltre alle disposizioni di legge espressamente richiamate nell'art. 6-*bis* r.e. AIM<sup>27</sup>, le norme del t.u.f., le disposizioni di attuazione ed orientamenti Consob relativi a: definizioni rilevanti, modalità di pubblicazione dei comunicati e documenti relativi all'offerta, comunicato dell'offerente e garanzie, svolgimento dell'offerta, trasparenza e correttezza, modifiche dell'offerta e o.p.a. concorrenti.

La scheda 6 r.e. AIM contiene il modello di clausola di o.p.a. endosocietaria che le società dovrebbero inserire nel proprio statuto. La clausola rende applicabili tramite rinvio gli artt. 106<sup>28</sup> e 109<sup>29</sup> t.u.f. e specifica che la disciplina richiamata è quella in vigore al momento in cui scattano gli obblighi.<sup>30</sup> Inoltre, stabilisce che il superamento della soglia

---

<sup>25</sup> Sebbene l'ammissione alle negoziazioni sia subordinata solamente al richiamo degli artt. 106 e 109 t.u.f., numerose società quotate hanno previsto nei propri statuti che si applichino anche le disposizioni di cui agli artt. 107, 108 e 111 t.u.f.

<sup>26</sup> Per un'analisi delle sue funzioni si veda *infra*.

<sup>27</sup> Tale precisazione è contenuta nell'avviso n. 18714 del 9 novembre 2015 di Borsa Italiana. L'importanza del chiarimento si comprende considerando, per esempio, che le disposizioni relative al prezzo dell'offerta o alle esenzioni non sono richiamate fra quelle di cui il Panel dovrebbe tenere conto per l'esercizio dei suoi poteri amministrativi, ma soltanto fra quelle direttamente applicabili all'offerta stessa.

<sup>28</sup> Tale articolo contiene le disposizioni relative all'o.p.a. da superamento soglia, all'o.p.a. incrementale, al prezzo di promozione ed alle esenzioni.

<sup>29</sup> Tale articolo contiene le disposizioni relative all'acquisto di concerto. Relativamente all'o.p.a. obbligatoria da acquisto di concerto si veda C. MOSCA, *Comportamento di concerto e patti parasociali*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, Egea, 2011, 449 ss.; ID., *Attivismo degli azionisti, voto di lista e azione di concerto*, in *Riv. soc.*, 2013, 110 ss.; ID., *Azione di concerto e opa obbligatoria*, Milano, Egea, 2013; M. GARGANTINI, *Coordinamento (extra-)assembleare dei soci e azione di concerto nella s.p.a. quotata*, in *Società, banche e crisi d'impresa*, Liber amicorum Pietro Abbadessa, vol. III, diretto da M. Campobasso et al., Torino, Utet, 2014, 2097 ss. Per un'analisi della nozione di concerto contenuta nella direttiva o.p.a. e di come tale definizione interferisca con l'attivismo degli azionisti, si veda R. GHETTI, *La nozione di concerto nel diritto societario europeo e l'attivismo degli azionisti*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 754 ss.; M. WINNER, *Active shareholders and European takeover regulation*, in *European company and financial law review*, 2014, 11, 378 ss.

<sup>30</sup> Tale previsione è ovviamente particolarmente importante quando le norme vengono modificate (come avvenuto nel 2014) e l'obbligo di promuovere l'offerta sorge dopo la riforma per determinare quali siano le disposizioni applicabili. Bisogna tuttavia notare

rilevante di cui all'art. 106, comma 1 t.u.f., senza la comunicazione al consiglio di amministrazione<sup>31</sup> e la proposizione dell'o.p.a. obbligatoria, comporta la sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente, che deve essere accertata in qualsiasi momento dal consiglio di amministrazione.

Anche nel caso dell'o.p.a. endosocietaria<sup>32</sup> è concesso alle PMI di derogare alla soglia del 30% e di fissarla statutariamente<sup>33</sup> entro i limiti del 25% e del 40% del capitale e dei diritti di voto<sup>34</sup>: qualora tale disposizione venga adottata prima della quotazione, essa non comporterà il diritto di recesso. L'art. 106, comma 3-*quater* prevede inoltre che lo statuto delle PMI, possa prevedere, con disposizione introdotta prima della quotazione<sup>35</sup>, che la disciplina dell'o.p.a. incrementale non si applichi fino

---

che il rinvio ad una normativa vigente *ratione temporis* potrebbe essere giudicato invalido in quanto contrario al procedimento previsto, in via imperativa, per modificare lo statuto. Infatti, la riforma degli artt. 106 e 109 t.u.f. da parte del legislatore comporterebbe una modifica statutaria sostanzialmente determinata da un terzo, a cui non può essere esteso il ragionamento relativo al richiamo delle disposizioni legislative comunque applicabili anche in assenza di rinvio (si veda M. STELLA RICHTER Jr., *Forma e contenuto dell'atto costitutivo delle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, vol. 1\*, a cura di E. Colombo e B. Portale, Torino, Utet, 2004, 303 ss.): infatti, in questo caso, il rinvio agli artt. 106 e 109 t.u.f. non costituisce una mera clausola di stile.

<sup>31</sup> L'art. 102 t.u.f. prevede che il sorgere dell'obbligo di promuovere l'offerta sia comunicato senza indugio alla Consob e contestualmente reso pubblico. Quindi nel caso della comunicazione dell'insorgere dell'obbligo, la clausola assegna al c.d.a. il ruolo dell'Autorità di Vigilanza e non al Panel.

<sup>32</sup> Con avviso n. 12007 del 9 luglio 2015, Borsa Italiana ha specificato che le società che rientrano nella categoria di PMI ai sensi del t.u.f. possano usufruire della medesima flessibilità statutaria nella determinazione delle soglie o.p.a. accordata alle PMI quotate su di un mercato regolamentato.

<sup>33</sup> Ai sensi dell'art. 106, comma primo-*ter* t.u.f.

<sup>34</sup> Bisogna domandarsi quali siano le conseguenze della previsione di una soglia maggiore rispetto al 40%. È il caso dello statuto di Ambromobiliare, il cui statuto recita, all'art. 8: «Le Norme TUF trovano applicazione con riguardo a chiunque venga a detenere di una partecipazione superiore alla soglia del 50% (cinquanta per cento) più un'azione del capitale sociale. Pertanto, in tale caso, troverà applicazione l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto avente a oggetto la totalità delle azioni con diritto di voto della società.» Nonostante la clausola sia difforme rispetto a quanto previsto dal t.u.f., ritengo che la clausola sia valida e vincolante: infatti, la fonte dell'obbligo risiede soltanto nello statuto.

<sup>35</sup> Sempre con avviso n. 12007 del 9 luglio 2015, Borsa Italiana ha specificato che non sarà possibile prevedere la posticipazione dell'applicazione dell'o.p.a. incrementale dopo l'ammissione alle negoziazioni, anche qualora non siano ancora decorsi i cinque anni dal momento della quotazione. Tale ultima disposizione sembra avallare l'ipotesi che anche



alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo al quinto esercizio successivo alla quotazione.

Il modello di clausola specifica anche le diverse funzioni che il Panel<sup>36</sup> svolge in relazione all'offerta. Si prevede che il periodo di adesione sia concordato con il Panel e che questo detti inoltre le disposizioni opportune e necessarie per il corretto svolgimento dell'offerta. Tali «poteri amministrativi»<sup>37</sup> dell'offerta sono esercitati sentita Borsa Italiana. La clausola dunque non specifica esattamente le disposizioni che il Panel deve applicare, che sono invece elencate nell'art. 6-*bis* r.e. AIM. Tuttavia, il *trait d'union* è costituito dal fatto che l'espressione «disposizioni opportune e necessarie per il corretto svolgimento dell'offerta» richiama indirettamente le norme individuate nel r.e. AIM.

Inoltre, tutte le controversie relative all'esecuzione ed all'interpretazione della clausola devono essere sottoposte al Panel come condizione di procedibilità. La funzione giudiziaria è esercitata dal Panel senza sentire preventivamente Borsa Italiana.

Infine, il Panel svolge una funzione consultiva, funzione chiaramente ispirata dal UK Takeover Panel, anche nelle modalità

---

per PMI quotate su un mercato regolamentato non sia possibile prevedere la posticipazione dell'o.p.a. incrementale ex art. 106, comma 3-*quater* t.u.f. dopo l'ammissione alle negoziazioni ma entro i cinque anni dalla quotazione.

<sup>36</sup> La composizione e le modalità di nomina del Panel sono stabilite direttamente nel modello di clausola di cui alla scheda 6 del r.e. AIM: «Il Panel è un collegio di probiviri composto da tre membri nominati da Borsa Italiana che provvede altresì a eleggere tra questi il Presidente. Il Panel ha sede presso Borsa Italiana. I membri del Panel sono scelti tra persone indipendenti e di comprovata competenza in materia di mercati finanziari. La durata dell'incarico è di tre anni ed è rinnovabile per una sola volta. Qualora uno dei membri cessi l'incarico prima della scadenza, Borsa Italiana provvede alla nomina di un sostituto; tale nomina ha durata fino alla scadenza del Collegio in carica. Le determinazioni del Panel sulle controversie relative all'interpretazione ed esecuzione della clausola in materia di offerta pubblica di acquisto sono rese secondo diritto, con rispetto del principio del contraddittorio, entro 30 giorni dal ricorso e sono comunicate tempestivamente alle parti. La lingua del procedimento è l'italiano. Il Presidente del Panel ha facoltà di assegnare, di intesa con gli altri membri del collegio, la questione ad un solo membro del collegio».

<sup>37</sup> La qualificazione di «poteri amministrativi» è piuttosto singolare. Bisogna tuttavia sottolineare che lo stesso avviso n. 18714 del 9 novembre 2015, che ha modificato l'art. 6-*bis* r.e. AIM, afferma che il Panel «esercita poteri amministrativi per la promozione o lo svolgimento dell'offerta», ma ribadisce al tempo stesso che la clausola statutaria ha l'intenzione di richiamare la disciplina prevista dal t.u.f. «compatibilmente con la natura privatistica della clausola stessa».

esecutive<sup>38</sup>. Le società, i loro azionisti e gli eventuali offerenti possono adire il Panel chiedendo la sua interpretazione preventiva e le sue raccomandazioni: a tali richieste, il Panel risponde oralmente o per iscritto, con facoltà di chiedere informazioni a tutti gli interessati, al fine di fornire una risposta adeguata e corretta. La clausola ribadisce infine che il Panel esercita i poteri di amministrazione dell'offerta in materia di o.p.a. sentita Borsa Italiana. La collocazione topografica della norma, subito dopo la disposizione relativa ai poteri consultivi del Panel, non rende chiarissimo se la funzione consultiva debba essere intesa come facente parte dei poteri di amministrazione dell'offerta, e quindi essere soggetta alla preventiva consultazione di Borsa Italiana, oppure no. Tuttavia, probabilmente nel concetto di «poteri amministrativi» non rientrano le funzioni consultive, ma soltanto il potere di dettare disposizioni per il corretto svolgimento dell'offerta. Inoltre, la necessaria speditezza dell'esercizio delle funzioni consultive rischierebbe di essere minata dalla necessaria previa consultazione di Borsa Italiana.

4. *Le ragioni della clausola.* – Oltre all'intrinseca originalità della clausola ed ai problemi di diritto positivo che essa solleva, è innanzi tutto necessario cercare di individuare le ragioni della sua previsione. Infatti, l'istituto dell'o.p.a. obbligatoria è ampiamente dibattuto in dottrina<sup>39</sup> e alcuni autori ne hanno evidenziato l'inadeguatezza, quanto meno come regola inderogabile<sup>40</sup>, e hanno affermato che la disposizione non

---

<sup>38</sup> Il UK Takeover Code, in particolare, dispone che l'*Executive* si occupi delle funzioni consultive del UK Takeover Panel, anche riguardo all'interpretazione delle norme; si vedano i par. 5 e 6 dell'Introduzione del UK Takeover Code. L'importanza della consultazione del Panel nel caso di dubbi riguardo ad una specifica condotta ed all'esatta interpretazione delle regole del UK Takeover Code è enfatizzata molto spesso dalla "giurisprudenza" del Panel, e cristallizzata in diverse *rules*.

<sup>39</sup> Per un'ampia discussione delle diverse posizioni espresse in dottrina riguardo alla disciplina dell'o.p.a. obbligatoria si veda A. POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, Milano, Giuffrè, 2014, 253 ss.

<sup>40</sup> Hanno proposto, in generale, di riformare la regolamentazione europea adottando un approccio neutrale rispetto ai *takeovers*, L. ENRIQUES-R. GILSON-A. PACCES, *The case for an unbiased takeover law (with an application to the European Union)*, in *Harvard business law review*, 2014, 4, 85 ss. Per una critica, si veda J. FEDDERKE-M. VENTORUZZO, *The biases of an "unbiased" optional takeovers regime: the mandatory bid threshold as a reverse drawbridge*, in *ECGI working papers*, Law working paper n° 304/2016, disponibile all'indirizzo [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

tutelerebbe gli interessi degli stessi azionisti di minoranza<sup>41</sup>. Altri autori, invece, hanno affermato l'utilità e l'efficacia dell'o.p.a. obbligatoria per la protezione dei soci di minoranza<sup>42</sup>.

Bisogna tuttavia notare che la previsione e la desiderabilità dell'o.p.a. obbligatoria non può essere valutata soltanto da un punto di vista di "massimizzazione del valore"<sup>43</sup> secondo il parametro di Kaldor-Hicks<sup>44</sup>: infatti, non solo possono essere mosse critiche a questo modello

---

<sup>41</sup> *Ex multis*, hanno espresso critiche all'o.p.a. obbligatoria: E. WYMEERSCH, *The mandatory bid: a critical view*, in *European takeovers – law and practice*, a cura di K. Hopt e E. Wymeersch, Londra, Butterworths, 1992, 351; S. SEPE, *Private sale of corporate control: why the European mandatory bid rule is inefficient*, in *Arizona legal studies discussion paper n. 10-29*, 2010, disponibile all'indirizzo [www.ssrn.it](http://www.ssrn.it).

<sup>42</sup> K. HOPT, *European takeover reform of 2012/2013 – Time to re-examine the mandatory bid*, in *European business organization law review*, 2014, 143 ss; E. SCHUSTER, *The mandatory bid rule: efficient, after all?*, in *Modern law review*, 2013, 529 ss. La capitale importanza dell'o.p.a. obbligatoria per la tutela degli investitori emerge anche dal t.u.f. e dal regolamento emittenti Consob in articoli diversi rispetto a quelli sull'o.p.a. obbligatoria. Per esempio, l'art. 133 t.u.f. prevede che l'assemblea straordinaria possa deliberare il *delisting* per ottenere l'ammissione su di un altro mercato regolamentato italiano o dell'Unione Europea, purchè sia garantita una tutela equivalente agli investitori. L'art. 144, secondo comma r.e. Consob specifica che l'esclusione dalle negoziazioni è comunque condizionata all'esistenza nel mercato di nuova quotazione di una disciplina dell'o.p.a. obbligatoria. Per quanto dopo l'adozione della direttiva o.p.a. tale previsione sia sostanzialmente sorpassata (si veda R. GHETTI, *Art. 133*, in *Commentario t.u.f.*, a cura di F. Vella, Torino, Giappichelli, 2012, 1449), essa rende evidente l'importanza che il legislatore italiano assegna all'o.p.a. obbligatoria per la protezione degli azionisti di minoranza.

<sup>43</sup> Anche ammesso, e non concesso, che massimizzare il valore delle azioni sia un obiettivo politico desiderabile (anche per gli stessi azionisti, si veda O. HART-L. ZINGALES, *Companies should maximize shareholder welfare not market value*, di prossima pubblicazione in *Journal of law, finance and accounting*, 2017, disponibile al sito [www.chicagobooth.edu](http://www.chicagobooth.edu)), svolgere un'analisi in questo senso diviene praticamente impossibile qualora si accetti la sostanziale erroneità della teoria del mercato dei capitali efficiente (*ex multis*, si vedano J. QUIGGIN, *Zombie economics*, 2010, Princeton, Princeton University Press, 35 ss.; J. FOX, *The myth of the rational market*, New York, Harper Collins, 2009). Per interessanti e condivisibili critiche al concetto di massimizzazione come inteso dagli economisti neoclassici e dai giuristi che ad essi si ispirano D. CAMPBELL, *Welfare economics for capitalists: the economic consequences of judge Posner*, in *Cardozo law review*, 2012, 33, 2233 ss.; F. DENOZZA, *La frammentazione del soggetto nel pensiero giuridico tardo-liberale*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 14 ss. Che cosa sia il valore dal punto di vista economico è uno dei concetti più dibattuti dagli economisti, quanto meno dal momento della "nascita" della moderna economia politica.

<sup>44</sup> J. HICKS, *The foundations of welfare economics*, in *Economic Journal*, 1939, 49, 696 ss.; N. KALDOR, *Welfare propositions in economics and interpersonal comparisons of utility*, in *Economic Journal*, 1939, 49, 549 ss.

precettivo di ragionamento<sup>45</sup>, ma anche è impossibile giungere ad un risultato univoco riguardo all'efficienza dell'o.p.a. obbligatoria<sup>46</sup>. Tale modello di analisi, comunque, rischia di trascurare due elementi fondamentali rispetto all'esame dell'istituto. Da un lato, il ruolo che l'o.p.a. obbligatoria ed altre pietre miliari<sup>47</sup> hanno avuto nella determinazione dell'assetto generale della regolamentazione dei *takeovers* e del diritto societario<sup>48</sup>, dall'altro, il fatto che l'o.p.a. obbligatoria altera sensibilmente le modalità di distribuzione dei proventi della vendita del controllo e, di conseguenza, avvantaggia determinati operatori economici rispetto ad altri<sup>49</sup>. Soprattutto in un contesto di proprietà azionaria concentrata<sup>50</sup>, dove il ruolo di socio di maggioranza e di minoranza è svolto da attori sociali generalmente differenti e costanti, questo secondo elemento non può non essere tenuto in considerazione.

Per di più, recenti studi<sup>51</sup> hanno dimostrato che la protezione degli investitori<sup>52</sup> non ha l'impatto determinante sullo sviluppo dei mercati

---

<sup>45</sup> F. DENOZZA, *Il modello dell'analisi economica del diritto: come si spiega il tanto successo di una tanto debole teoria?*, in *Ars interpretandi*, 2013, 43 ss.; DUNCAN KENNEDY-F. MICHELMAN, *Are property and contract efficient?*, in *Hofstra law review*, 1980, 8, 712.

<sup>46</sup> Cfr. nt. 41 e 42 *supra*. Più in generale, è impossibile costruire coerentemente un intero sistema giuridico soltanto sulla base del criterio dell'efficienza, si veda DUNCAN KENNEDY, *Cost-benefit analysis of entitlement problems: a critique*, in *Stanford law review*, 1981, 33, 387 ss.

<sup>47</sup> D. KERSHAW, *Principles of takeover regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2016, 110.

<sup>48</sup> In generale, la teorizzazione del *market for corporate control* ha permesso di "riportare" la gestione della società per azioni sotto il controllo del mercato, contrariamente a quanto teorizzato dalla corrente managerialiste, D. CAMPBELL, *The role of monitoring and morality in company law*, in *Australian journal of corporate law*, 1997, 7, 359; P. IRELAND, *Defending the rentier: corporate theory and the reprivatisation of the public company*, in *The political economy of the company*, in J. Parkinson, A. Gamble e G. Kelly, Oxford, Hart, 2000, 162.

<sup>49</sup> In un contesto di proprietà altamente concentrata come l'AIM, ed istituzionalmente destinato alla quotazione delle PMI, essi sono facilmente individuabili nei soci di controllo e negli investitori istituzionali.

<sup>50</sup> Per la composizione dell'azionariato delle società ammesse all'AIM Italia, si veda A. LAMBIASE, *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*, Milano, Franco Angeli, 2015.

<sup>51</sup> S. DEAKIN-P. SARKAR-M. SIEMS, *Is there a relationship between shareholder protection and stock market development?*, in *ECGI working papers*, n. 377/2017, disponibile su [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org); J. ARMOUR *et al.*, *Shareholder protection and stock market development: an empirical test of the legal origin hypothesis*, in *Journal of empirical legal studies*, 2009, 6, 343 ss.; J. COFFEE, *The rise of dispersed ownership: the role of law in the separation of ownership and control*, in *Yale law journal*, 2011, 111, 59-66; B. CHEFFINS, *Corporate ownership and control: British business transformed*, Oxford, Oxford University Press, 2010, 35-40. D'altra parte, la

finanziari che si credeva in passato<sup>53</sup>. Per queste ragioni non si cercherà di verificare se l'o.p.a. obbligatoria endosocietaria sia efficiente o meno, né se tale supposta tutela degli azionisti di minoranza sia funzionale ed efficace per espandere l'AIM Italia, ma piuttosto si cercheranno le ragioni della disposizione valutando come essa redistribuisca i proventi della vendita del controllo rispetto agli attori che partecipano, più o meno

---

stessa assunzione che lo sviluppo economico richieda diritti di proprietà ben definiti *ex ante* e coercibili *ex post* è contestata e, come tutte le questioni economiche, corrisponde all'impostazione politica più che ad un dato scientifico universalmente valido: «The case for a straightforward link between “clear and strong” property rights and robust growth or development in today’s industrial societies is more ideological assertion than careful history», DAVID KENNEDY, *Some Caution about Property Rights as a Recipe for Economic Development*, in *Accounting, economics and law*, 2011, 1, 3.

<sup>52</sup> Sebbene l'utilizzo del termine investitori sia onnipresente, è necessario sottolineare che la caratterizzazione degli azionisti come i fornitori del capitale necessario per lo sviluppo dell'attività d'impresa, specialmente nelle società quotate, sia del tutto inappropriata e contraria alle evidenze empiriche, che dimostrano che il moderno mercato azionario ha una rilevanza pressoché nulla come fonte di finanziamento per le società: W. LAZONICK, *The functions of the stock market and the fallacies of shareholder value*, Working paper n. 58, Institute for New Economic Thinking, 2017, 3, disponibile all'indirizzo [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); P. IRELAND, *Property and contract in contemporary corporate theory*, in *Legal studies*, 2003, 473. D'altra parte, l'utilizzo del termine investitore nel senso di fornitore di capitale in relazione agli azionisti era già stato criticato da A. BERLE, *Modern functions of the corporate system*, in *Columbia law review*, 1962, 62, 433. Per uno studio delle ragioni sottostanti alla quotazione in borsa delle società italiane si veda M. PAGANO-F. PANETTA-L. ZINGALES, *The stock market as a source of capital: some lessons from initial public offerings in Italy*, in *European economic review*, 1996, 1057 ss.

<sup>53</sup> Ovviamente, il riferimento è agli studi di La Porta *et al.* Il fatto che i sistemi di *common law* prevedano forme di protezione degli azionisti di minoranza maggiori a causa della *legal origin*, e che da tale maggior protezione derivi il differente sviluppo dei mercati finanziari nell'Europa continentale e nei paesi anglosassoni, è ormai estremamente discusso: si veda D. KATELOUZOU-M. SIEMS, *Disappearing paradigms in shareholder protection: leximetric evidence for 30 countries, 1990-2013*, in *Journal of corporate law studies*, 2015, 15, 27 ss.; H. SPAMANN, *Contemporary legal transplants: legal families and the diffusion of (corporate) law*, in *Brigham young university law review*, 2009, 1813. Inoltre, i risultati degli studi di La Porta *et al.* sono stati criticati anche dal punto di vista metodologico: H. SPAMANN, *On the insignificance and/or endogeneity of La Porta et al's 'anti-director rights index' under consistent coding*, in *John Olin Center for Law, Economics and Business, Fellows' discussion paper series, Discussion Paper n. 7*, 2006; S. COOL, *The real difference in corporate law between the United States and Continental Europe: distribution of powers*, in *Delaware journal of corporate law*, 2005, 30, 697 ss. Infine, gli studi menzionati sono discutibili perché non tengono in debita considerazione l'impatto dei fattori culturali sullo sviluppo dei mercati finanziari: J. COFFEE JR., *Do Norms Matter? A Cross-Country Evaluation*, in *University of Pennsylvania law review*, 2000, 149, 2151 ss.; A. LICHT, *The mother of all path dependencies: toward a cross-cultural theory of corporate governance systems*, in *Delaware journal of corporate law*, 2001, 26, 147 ss.

indirettamente, al processo d'offerta. D'altra parte, l'affermazione dell'Advisory Board che l'o.p.a. obbligatoria sia necessaria per tutelare gli investitori *retail* ed attrarre gli investitori istituzionali è sibillina: infatti, se è dubbio che l'o.p.a. obbligatoria tuteli realmente gli investitori *retail*, è interessante il fatto che gli investitori istituzionali siano «attratti»<sup>54</sup> dall'o.p.a. obbligatoria.

Innanzitutto, si può escludere che la regola sia il frutto di un mero trapianto giuridico<sup>55</sup> dal diritto inglese. Infatti, sebbene l'architettura dell'AIM Italia sia ispirata in gran parte dall'AIM UK<sup>56</sup>, si deve notare che il UK Takeover Code si applica nella sua integralità alle società quotate. Al contrario, il r.e. AIM richiama solamente alcune delle norme sull'o.p.a. obbligatoria. L'altra pietra miliare del diritto delle acquisizioni inglese<sup>57</sup>, la regola di neutralità, che nel nostro ordinamento si applica solamente alle società con titoli quotati su di un mercato regolamentato, non è stata imposta tramite il r.e. AIM, non a causa di un'impossibilità giuridica. Infatti, avrebbe potuto essere prevista facendo ricorso allo schema delle materie riguardo alle quali il c.d.a. deve richiedere l'autorizzazione

---

<sup>54</sup> L'utilizzazione dei termini tutela (per gli investitori *retail*) e attrazione (per gli investitori istituzionali) non pare risolversi in una semplice endiadi, ma sembrerebbe piuttosto evidenziare che, a parte la tutela che l'o.p.a. obbligatoria offre nel caso di trasferimento del controllo, l'offerta rappresenta per gli investitori istituzionali un'occasione di guadagno che non si presenterebbe in assenza della clausola.

<sup>55</sup> Per una introduzione al concetto ed al fenomeno dei *legal transplants*, si veda M. SIEMS, *Comparative law*, Cambridge UK, Cambridge University Press, 2014, 191 ss.; D. NELKEN, *Legal transplants and beyond: of disciplines and metaphors*, in *Comparative law in the 21<sup>st</sup> century*, a cura di A. Harding e E. Orucu, New York, Kluwer, 2002, 19 ss.; R. MICHAELS, *Make or buy - A new look at legal transplants*, in *Regulatory competition in contract law and dispute resolution*, a cura di H. Eidenmuller, Monaco, Beck, 2013, 27 ss.

<sup>56</sup> La stessa *brochure* di presentazione dell'AIM Italia (disponibile sul sito [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)) riconosce tale paternità: «Il Mercato [AIM Italia] nasce il 1 marzo 2012 dall'accorpamento dei mercati AIM Italia e MAC, al fine di razionalizzare l'offerta dei mercati dedicati alle PMI e proporre un unico mercato pensato per le imprese più dinamiche e competitive del nostro Paese, con una formula che fa leva sul know how ottenuto in oltre 15 anni di esperienza dell'AIM inglese da un lato e sulle specifiche esigenze del sistema imprenditoriale italiano dall'altro».

<sup>57</sup> Sul fatto che la regola di neutralità cambi relativamente poco la distribuzione dei poteri fra amministratori ed assemblea per l'adozione delle misure difensive rispetto a quanto generalmente previsto dal diritto societario si vedano D. KERSHAW, *The illusion of importance: reconsidering the UK's takeover defence prohibition*, in *International and comparative law quarterly*, 2007, 56, 267 ss.; e C. GERNER-BEUERLE-D. KERSHAW-M. SOLINAS, *Is the board neutrality rule trivial? Amnesia about corporate law in European takeover regulation*, in *European business law review*, 2011, 22, 559 ss.

dell'assemblea di cui all'art. 2364, comma 1, n. 5 c.c.<sup>58</sup> Le ragioni dell'o.p.a. obbligatoria endosocietaria devono dunque essere ricercate indagando quali interessi economici la norma favorisca, avendo riguardo anche alle specifiche modalità della sua produzione.

Secondo diversi ed autorevoli studi, le modalità di produzione delle regole sui *takeovers*, in particolare riguardo ai gruppi d'interesse coinvolti e all'influenza che essi hanno materialmente avuto sul processo di produzione normativa, hanno determinato il contenuto delle regole stesse. Armour e Skeel<sup>59</sup> hanno individuato nel diverso sistema di produzione regolamentare le peculiari divergenze fra le disposizioni relative alle offerte ostili in Gran Bretagna e negli Stati Uniti<sup>60</sup>. Kershaw<sup>61</sup>, al contrario, ha convincentemente dimostrato che, probabilmente, il gruppo d'interesse che ha avuto maggiore influenza sul processo di produzione del UK Takeover Code sia stato quello degli intermediari finanziari, piuttosto che quello degli investitori istituzionali. Ferrarini e Miller<sup>62</sup>, invece, hanno avanzato un modello basato sul potere politico dei *bidders* e dei potenziali *target* nel contesto dell'area geografica considerata per spiegare le differenze presenti nella regolamentazione dei *takeovers*.

Relativamente al contesto italiano, Ventrone<sup>63</sup> si è interrogato sull'adozione in Italia di regole simili a quelle del UK Takeover Code, anche prima dell'implementazione della direttiva o.p.a. e nonostante il gruppo di interesse più influente sia quello degli azionisti di controllo, piuttosto che quello degli investitori istituzionali. Con specifico riguardo all'o.p.a. obbligatoria, l'Autore sostiene che in un contesto di proprietà altamente concentrato, considerando anche il prezzo di proposizione

---

<sup>58</sup> In questo caso, comunque, come previsto anche dall'art. 104, comma primo t.u.f., resta ferma la responsabilità del c.d.a. per gli atti e le operazioni compiuti.

<sup>59</sup> J. ARMOUR-D. SKEEL, *Who writes the rules for hostile takeovers, and why? The peculiar divergence of US and UK takeover regulation*, in *The Georgetown law journal*, 2007, 95, 1726 ss.

<sup>60</sup> In generale, sulle modalità di regolamentazione dei *takeovers* e sui fini politici perseguiti dalle diverse normative in Europa e negli USA, si veda M. VENTORUZZO, *Europe's irteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political Economic Ends*, in *Texas international law journal*, 2006, 41, 171 ss.

<sup>61</sup> D. KERSHAW, *Corporate law and self-regulation*, in *LSE Law, Society and Economy Working Papers 5/2015*, disponibile all'indirizzo [www.lse.ac.uk](http://www.lse.ac.uk), 18 ss.

<sup>62</sup> G. FERRARINI-G. MILLER, *A simple theory of takeover regulation in the United States and Europe*, in *Cornell international law journal*, 2009, 42, 301 ss.

<sup>63</sup> M. VENTORUZZO, *Takeover regulation as a wolf in sheep's clothing: taking U.K. rules to Continental Europe*, in *Pennsylvania journal of business law*, 2008, 11, 158 ss.

dell'offerta, tale disciplina consentirebbe agli azionisti di controllo di proteggersi da eventuali scalate ostili<sup>64</sup>, rendendole più costose<sup>65</sup>. Inoltre, l'o.p.a. obbligatoria permetterebbe all'azionista di controllo di disinvestire riducendo la propria esposizione nei confronti della società<sup>66</sup>, mantenendo tuttavia il controllo e restando protetto da eventuali scalate ostili<sup>67</sup>.

Tuttavia, relativamente all'AIM Italia, è lecito dubitare che l'o.p.a. endosocietaria favorisca gli interessi dei soci di controllo. Al contrario, la disposizione sembra avvantaggiare principalmente i soci di minoranza, oltre che altri soggetti coinvolti nel procedimento di offerta.

Vista la composizione dell'azionariato delle società quotate sull'AIM<sup>68</sup>, praticamente tutti i trasferimenti privati del pacchetto di controllo avranno l'effetto di comportare la promozione di un'offerta obbligatoria.<sup>69</sup> Al contrario, in assenza dell'o.p.a. endosocietaria, probabilmente la maggior parte dei trasferimenti avverrebbe semplicemente tramite la conclusione di un contratto di compravendita. Al tempo stesso, la presenza del socio di controllo rende pressoché inesistente il rischio di scalate ostili<sup>70</sup>.

Inoltre, sebbene sia vero che la presenza dell'o.p.a. endosocietaria permette agli azionisti di controllo di diluire la propria partecipazione, essa presenta anche significativi svantaggi. Infatti, l'o.p.a. aumenta i costi del *takeover* perché lo scalatore deve acquistare tutte le azioni della società offrendo agli azionisti il prezzo che incorpora il premio; inoltre, la promozione dell'offerta comporta costi rilevanti in termini di compensi ed onorari dei professionisti coinvolti. Tale aumento di prezzo ha l'effetto di diminuire la somma che può essere ricavata dall'azionista di controllo. Questo *trade-off* fra protezione dalle scalate ostili e riduzione del prezzo che è possibile ottenere dalla cessione del pacchetto di controllo rischia di essere negativo per i soci di controllo.

---

<sup>64</sup> L'o.p.a. obbligatoria è stata definita come una formidabile *poison pill* da F. CARBONETTI, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 1998, 1360.

<sup>65</sup> M. VENTORUZZO, (nt. 63), 155-8.

<sup>66</sup> A. POMELLI, (nt. 39), 262.

<sup>67</sup> M. VENTORUZZO, (nt. 40), 6.

<sup>68</sup> A. LAMBIASE, (nt. 50).

<sup>69</sup> La percentuale di offerte obbligatorie sul totale delle o.p.a. promosse è più elevata quando la proprietà azionaria è concentrata, K. HOPT, (nt. 69), 167.

<sup>70</sup> E. BERGLOF-M. BURKART, *European takeover regulation*, in *Economic policy*, 2003, 18, 176-7.



La procedura di o.p.a. obbligatoria, con le particolari regole di condotta, e con la necessità di pubblicare un prospetto<sup>71</sup>, rende il ruolo degli intermediari ancora più rilevante. Come è stato notato da Kershaw con riguardo al diritto britannico<sup>72</sup>, tale gruppo di operatori economici ha dunque molto interesse all'adozione dell'o.p.a. obbligatoria, sia strettamente economico, che di prestigio e influenza. D'altra parte, osservando la composizione dell'Advisory Board che ha elaborato la disposizione, si nota la presenza preponderante di esponenti di intermediari finanziari.

Inoltre, Borsa Italiana nomina il collegio di Proviviri che ricopre il ruolo dell'Autorità di Vigilanza rispetto all'offerta e che esercita i suoi poteri sentita Borsa Italiana. L'o.p.a. endosocietaria ha dunque l'effetto di attribuire a Borsa Italiana penetranti poteri rispetto a praticamente tutti i trasferimenti di controllo delle società quotate, che non avrebbe in assenza dell'o.p.a. endosocietaria. Anche questa ragione concorre a spiegare l'adozione di una disposizione così singolare.

Le ragioni addotte per spiegare la disposizione giustificano la mancata adozione della regola di neutralità: da un lato, è sostanzialmente irrilevante per gli azionisti di minoranza<sup>73</sup>, a causa delle regole di diritto societario italiano<sup>74</sup> e poiché la presenza di un azionista di controllo che non aderisca all'offerta ha l'effetto di impedire il successo di qualsiasi offerta ostile. Dall'altro, il processo di preventiva approvazione assembleare delle misure difensive non permette né a Borsa Italiana, né agli intermediari, di ottenere sostanziali ritorni, in termini sia economici che di prestigio.

La disposizione, dunque, influenza direttamente la distribuzione dei ritorni economici derivanti dalla cessione del controllo delle società, e la scelta del r.e. AIM di Borsa Italiana è a favore degli investitori istituzionali e degli intermediari finanziari, piuttosto che dei soci di controllo, probabilmente anche a causa della sottorappresentazione di questi nell'Advisory Board.

---

<sup>71</sup> Prospetto non approvato dalla Consob né dalla Banca d'Italia.

<sup>72</sup> D. KERSHAW, (nt. 61), 20.

<sup>73</sup> G. FERRARINI-G. MILLER, (nt. 62), 332.

<sup>74</sup> C. GERNER-BEUERLE-D. KERSHAW-M. SOLINAS, (nt. 57), 559 ss.

5. *L'obbligo di o.p.a. statutario.* – La clausola che prevede l'o.p.a. endosocietaria è sicuramente una clausola "atipica". È allora necessario compiere una valutazione della stessa al fine di esaminarne la liceità e considerare la potenziale applicazione analogica di alcuni istituti civilistici e di diritto societario.

Se da un punto di vista economico l'o.p.a. obbligatoria sostanzialmente garantisce un'opzione *put* agli azionisti di minoranza al momento del trasferimento del controllo<sup>75</sup>, dal punto di vista giuridico non si può affermare che la clausola attribuisca un diritto di opzione ai sensi dell'art. 1331 c.c. Infatti la complessa e procedimentalizzata procedura d'offerta<sup>76</sup> mal si concilia con lo schema della dichiarazione vincolante. Al contrario, l'art. 106 t.u.f. prevede proprio che il superamento della soglia comporti l'obbligo di offrire, non un'offerta espressa per fatti concludenti<sup>77</sup>.

È dunque necessario interrogarsi circa la liceità e la socialità della clausola: infatti, parte della dottrina ha sostenuto che sia nulla la clausola statutaria che si limiti ad affermare l'applicabilità degli articoli del t.u.f. relativi all'o.p.a. obbligatoria.<sup>78</sup> Allo stesso modo, la valutazione della clausola come parasociale potrebbe comportarne la nullità oppure la migrazione dal sociale al parasociale.<sup>79</sup> Ritengo che la risposta alla

---

<sup>75</sup> C. BERGSTROM-P. HOGFELDT-J. MACEY-P. SAMUELSON, *The Regulation of Corporate Acquisition: a Law and Economics Analysis of European Proposal of Reform*, in *Columbia business law review*, 1995, 517 ss.

<sup>76</sup> Dalla pubblicazione del documento d'offerta all'importante ruolo svolto dal Panel.

<sup>77</sup> Questa ricostruzione è avvalorata anche dal fatto che, ai sensi dell'art. 110 t.u.f., in caso di inadempimento dell'obbligo, la Consob può obbligare lo scalatore a promuovere l'offerta.

<sup>78</sup> Riteneva che la clausola statutaria che prevedesse l'applicazione dell'o.p.a. obbligatoria tramite un richiamo integrale alla disciplina del t.u.f. si ponesse in contrasto con il principio della libera trasferibilità delle azioni E. PEDERZINI, (nt. 11), 101-2; ritiene che una clausola di mero rinvio alle norme del t.u.f. per l'o.p.a. obbligatoria sia nulla G. D'ATTORRE, (nt. 11), 683. Al contrario, ritiene legittima la clausola che prevede l'o.p.a. obbligatoria nelle s.p.a. e nelle s.r.l. M. STELLA RICHTER JR., *Trasferimento del controllo e rapporto fra soci*, Milano, Giuffrè, 1996, 330. Per un'analisi dell'o.p.a. obbligatoria statutaria nel contesto svedese, si veda R. SKOG, *Se l'o.p.a. obbligatoria sia davvero necessaria. Riflessioni critiche alla luce del sistema svedese*, in *Riv. soc.*, 1995, 969.

<sup>79</sup> Il dibattito sulla socialità o meno delle clausole statutarie è troppo ampio per essere affrontato in questa sede. Bisogna tuttavia rammentare che la parasocialità della clausola statutaria, secondo autorevole dottrina, dovrebbe comportarne la nullità (C. ANGELICI, *La società nulla*, Milano, Giuffrè, 1975, 152) oppure la migrazione dal sociale al parasociale

questione non possa essere desunta solamente dalla previsione del r.e. AIM, che non può derogare a norme imperative, nè da supposte esigenze dei mercati finanziari, che richiederebbero un “adattamento” delle norme codicistiche.<sup>80</sup> Infatti non è individuabile la base normativa, anche implicita, che permette alla società di gestione del sistema multilaterale di negoziazione il potere di obbligare gli emittenti ad inserire nei propri statuti norme in deroga alle disposizioni del codice civile. Tale affermazione è confortata sia dal fatto che la clausola dell’o.p.a. endosocietaria non può essere ritenuta in alcun modo indispensabile per il buon funzionamento del mercato, sia dalla considerazione che la disposizione riguarda un conflitto distributivo circa la divisione dei proventi della cessione del pacchetto di controllo e le modalità di cessione del controllo stesso: questioni eminentemente politiche e che possono essere risolte legittimamente in diversi modi.

Ciò premesso, sussistono diversi indici legislativi che permettono di affermare la liceità e la socialità della clausola<sup>81</sup>. Bisogna infatti riconoscere che l’o.p.a. obbligatoria è un istituto anche di diritto societario, e che non riguarda solamente la regolamentazione del mercato finanziario: depongono in tal senso diversi elementi.

L’art. 2497-*quater*, comma primo, lett. c) c.c. prevede che spetti ai soci il diritto di recesso all’inizio od alla cessazione dell’attività di direzione e coordinamento quando non si tratta di società con azioni quotate in mercati regolamentati, quando ne derivi un’alterazione di

---

(G. OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. not.*, 1987, 651). Invece, secondo un altro Autore, la distinzione fra sociale e parasociale può essere affidata solamente ad un criterio formale, e, di conseguenza, non potrebbe sussistere una clausola statutaria avente natura parasociale, R. COSTI, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 203 ss.

<sup>80</sup> La possibilità che le norme del diritto civile dei contratti possano essere applicate *tout court* ai rapporti fra società di gestione ed emittenti è stata oggetto di dibattito: per la derogabilità, almeno parziale, delle norme “comuni”, si vedano M. VENTORUZZO, (nt. 8), 722 ss., V. SALAMINA, *Responsabilità del nominated adviser per violazione degli obblighi di condotta: la regolamentazione dei mercati finanziari tra funzione ripristinatoria e funzione afflittiva della sanzione*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 317. A favore dell’inderogabilità delle norme imperative, invece, F. GALGANO, *Regolamenti contrattuali e pene private*, in *Contr. impr.*, 2001, 509.

<sup>81</sup> Afferma la socialità di una clausola che prevede l’o.p.a. endosocietaria anche G. D’ATTORRE, (nt. 11), 694, sebbene tale Autore ritenga nulla la clausola che si limiti a prevedere la disciplina dell’o.p.a. obbligatoria tramite rimando alle norme del t.u.f.

rischio dell'investimento e non venga promossa un'offerta pubblica di acquisto<sup>82</sup>. È quindi evidente che le norme del diritto societario stesso contemplano e prevedono ipotesi di *exit* dalla società all'inizio od al termine dell'attività di direzione e coordinamento.

D'altra parte la natura di diritto societario dell'o.p.a. obbligatoria è riconosciuta anche dall'art. 4, comma 2, lett. e) della direttiva o.p.a., relativo al diritto applicabile all'offerta, che dispone che «le questioni che rientrano nel diritto delle società, in particolare la percentuale dei diritti di voto che conferisce il controllo e le deroghe all'obbligo di promuovere un'offerta, [...], le norme applicabili e l'autorità competente sono quelle dello Stato membro in cui la società emittente ha la propria sede legale»<sup>83</sup>.

Inoltre, la sanzione per la mancata proposizione dell'offerta consiste nella sterilizzazione del voto inerente alla partecipazione eccedente. Non può revocarsi in dubbio, dopo la recente riforma dell'art. 2351 c.c., la liceità e la valenza organizzativa della previsione di un tetto massimo all'esercizio del diritto di voto, per quanto questo tetto sia condizionato alla promozione dell'offerta.

Infine, quando si condivida l'opinione che la clausola in un contesto come quello dell'AIM Italia riguarda preminentemente la distribuzione del potere nell'organizzazione fra soci con interessi potenzialmente divergenti, ne segue la valenza organizzativa e sociale della clausola<sup>84</sup>. In altri termini, diventa chiaro che la clausola non riguarda solamente un diritto da parte dei soci di minoranza di vedersi offrire una somma di denaro al momento del trasferimento del controllo, ma anche, e

---

<sup>82</sup> Come affermato dal Tribunale di Milano nella prima pronuncia sul tema, il concetto di offerta pubblica di acquisto di cui all'art. 2437-*quater* non è sovrapponibile a quello di o.p.a., ma può corrispondere anche ad una offerta privata, Trib. Milano, 21 luglio 2015, in *Giur. Comm.*, 650 ss.

<sup>83</sup> Per un'analisi della disciplina internazionalprivatistica delle o.p.a., si veda: M. BENEDETTELLI, *Offerte pubbliche di acquisto e concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, I, 551 ss.; ID., *La disciplina internazionalprivatistica*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. Stella Richter jr, Torino, Giappichelli, 2011, 17 ss.

<sup>84</sup> Mi pare che la natura sociale di clausole che prevedano determinati obblighi per i soci al momento del trasferimento del controllo trovi sostegno anche nel riconoscimento della natura sociale e validità delle clausole di *drag e tag along*.

soprattutto, le modalità di acquisizione e di trasferimento del controllo stesso<sup>85</sup>.

5.1. *L'introduzione della clausola ed il diritto di recesso.* – L'introduzione della clausola dell'o.p.a. endosocietaria potrebbe comportare il diritto di recesso dei soci dissenzienti<sup>86</sup> sia in quanto pone potenzialmente un limite alla circolazione delle azioni<sup>87</sup>, sia perché comporta una modificazione dello statuto concernente i diritti di voto<sup>88</sup>.

Il tema del recesso a causa dell'imposizione di un limite alla circolazione delle azioni ha sicuramente una rilevanza pratica minore, giacché è prassi prevedere negli statuti che non spetti il diritto di recesso per le cause di cui all'art. 2437, comma 2 c.c. Ciò nonostante, l'o.p.a. endosocietaria non pone un limite giuridico alla circolazione delle azioni, ma solamente un limite di fatto: infatti, per poter godere pienamente dei diritti di voto oltre soglia sarà necessario effettuare un investimento maggiore. Inoltre, considerare l'o.p.a. obbligatoria come un limite alla trasferibilità delle azioni sarebbe contraddittorio, qualora si valuti che essa è prevista legislativamente per le società quotate, alle quali è contemporaneamente vietato di introdurre limiti alla libera trasferibilità dei titoli.<sup>89</sup>

In ogni caso, ritengo che l'introduzione dell'o.p.a. endosocietaria comporti il diritto di recesso in quanto la sterilizzazione del voto al superamento della soglia comporta una modifica dei diritti di voto<sup>90</sup>, ex art. 2437, comma primo, lett. g) c.c.<sup>91</sup>

---

<sup>85</sup> Cfr. anche quanto affermato dalla Suprema Corte in una recente sentenza ove è stato sostenuto che il patto di prelazione, oltre a soddisfare l'interesse individuale dei singoli soci, svolge anche una funzione organizzativa, tutelando un interesse proprio della società stessa che trascende quello dei singoli azionisti, si veda Cass. Civ., sez. I, 3 giugno 2014, n. 12370, in *Giur. comm.*, 2015, II, 299 ss., con nota di G. FERRI.

<sup>86</sup> Sul concetto di «socio che non hanno concorso alle deliberazioni» a cui spetta il diritto di recesso si veda: M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2012, 40 ss.; C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, Giuffrè, 2008, 187.

<sup>87</sup> Art. 2437, comma 2, lett. b) c.c.

<sup>88</sup> Art. 2437, comma primo, lett. g) c.c.

<sup>89</sup> G. D'ATTORRE, (nt. 11), 686.

<sup>90</sup> E questa causa di recesso è prevista in via inderogabile. Per di più, l'ultimo comma dell'art. 2437 c.c. prevede che «è nullo ogni patto volto ad escludere o rendere più

Per quanto la previsione di un tetto all'esercizio dei diritti di voto non riguardi direttamente le singole azioni<sup>92</sup>, ma la posizione degli azionisti in ragione del numero delle azioni possedute, la modifica è formale ed incide direttamente sulle modalità di attribuzione dei diritti di voto da parte dello statuto. Il fatto che essa sia idonea, in astratto, ad incidere in maniera eguale su tutti gli azionisti non dovrebbe influire sul risultato ermeneutico rispetto alla spettanza o meno del recesso. In primo luogo, perché l'art. 2437, comma primo, lett. g) c.c. non prevede che comportino il diritto di recesso solamente le modifiche che possano incidere in maniera diseguale, al momento della loro adozione, sulle azioni o sui soci. In secondo luogo, perché ciò che rileva ai sensi dell'art. 2437 c.c. sono le deliberazioni che modificano lo statuto: tali modifiche, non devono per forza incidere sui diritti delle singole azioni.<sup>93</sup>

È tuttavia necessario discutere un'ulteriore potenziale obiezione, relativa al caso specifico dei rapporti fra recesso, modificazione dei diritti di voto ed o.p.a. obbligatoria. È stato infatti autorevolmente sostenuto che

---

gravolo l'esercizio del diritto di recesso nelle ipotesi previste dal primo comma del presente articolo».

<sup>91</sup> Le deliberazioni assembleari che prevedono limitazioni statutarie all'esercizio del diritto di voto oppure scaglionamenti sono considerate come le ipotesi archetipiche delle modificazioni dei diritti di voto a cui consegue il recesso da A. PACIELLO, *Commento sub art. 2437-ter*, in *Società di capitali*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, II, Napoli, Jovene, 2004, 1113. Ritieni che spetti il diritto di recesso in tali casi anche A. ABU AWWAD, *I "diritti di voto e di partecipazione" fra recesso ed assemblee speciali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 341; L. DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria del socio dalle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2005, 177; V. DI CATALDO, *Recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, Vol. III, Torino, Utet, 2007, 228; V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 296.

<sup>92</sup> La sentenza della Corte d'Appello di Brescia del 2 luglio 2014 (in *Giur. comm.*, 2015, II, 1055 ss.) aveva affermato che il «diritto di voto di cui alla lettera g) dell'articolo 2437 c.c. non potrà pertanto che fare riferimento a quello statutariamente attribuito a ciascuna azione»; per una critica di questa impostazione, ed una proposta ermeneutica basata sui diritti di voto spettanti agli azionisti e non alle singole azioni, sia consentito il rimando a F. FORNASARI, *Recesso e «diritti di voto» delle azioni o degli azionisti?*, in *Giur. comm.*, 2017, II, 156 ss. Anche la recente sentenza della Suprema Corte n. 13875 del 1 giugno 2017 (in *Notariato*, 2017, 449), relativa al ricorso avverso la menzionata sentenza della Corte d'Appello di Brescia, ha avallato la tesi che il diritto di recesso ex art. 2437, comma primo, lett. g) riguardi qualsiasi modifica statutaria concernente i diritti di voto, e non solamente quelle relative ai diritti di voto delle singole azioni.

<sup>93</sup> F. CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi ed applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 495.

non spetti il diritto di recesso qualora lo statuto di una società quotata su un mercato regolamentato preveda un tetto al diritto di voto al momento del superamento della soglia rilevante, senza la promozione dell'o.p.a. obbligatoria.<sup>94</sup> Infatti tale limitazione del diritto di voto consegue solamente ad una violazione di legge, è integrativa delle sanzioni legali previste dall'art. 110, comma primo t.u.f. e si trova, in una prospettiva funzionale, al di fuori dell'ambito del recesso. A prescindere dalla conclusività di tali considerazioni riguardo alle società quotate su di un mercato regolamentato<sup>95</sup>, è chiaro che non possono essere estese al caso di specie, in quanto la disciplina dell'o.p.a. obbligatoria non ha fonte legale e, per di più, non vengono richiamate, né possono essere adottate, le sanzioni di cui all'art. 110 t.u.f.

6. *La proposizione dell'offerta ed il procedimento d'offerta.* – Come specificato in precedenza, la regolamentazione del procedimento d'offerta si rinviene sia nel modello di clausola di cui alla scheda 6 r.e. AIM che nell'art. 6-bis r.e. AIM, richiamato in maniera ellittica dalla clausola stessa. Il superamento della soglia rilevante comporta l'obbligo di comunicazione al c.d.a. dell'offerente e la promozione dell'offerta. L'art. 6-bis r.e. AIM prevede che «anche laddove non previsto dalla normativa vigente, gli offerenti dovranno pubblicare, ai fini di una completa informativa, un documento di offerta redatto secondo gli schemi previsti nell'Allegato 2° del Regolamento Emittenti Consob» specificando in prima pagina che né Consob né Borsa Italiana hanno esaminato o approvato il contenuto del documento. La collocazione topografica della disposizione non è felicissima: infatti, la sua presenza nell'art. 6-bis r.e. AIM, e non anche nel modello di clausola statutaria di cui alla scheda 6, comporta che essa non sia esplicitamente e direttamente vincolante rispetto agli scalatori.

La disposizione relativa alla pubblicazione del documento mette in luce una questione cruciale per lo svolgimento dell'offerta stessa: una volta sorto l'obbligo di o.p.a., il procedimento d'offerta può seguire due

---

<sup>94</sup> M. LAMANDINI, *Tetti azionari a presidio statutario dell'OPA e diritto di recesso*, in *Società*, 2015, 11, 1276 ss.

<sup>95</sup> Per una critica, si veda F. FORNASARI, (nt. 92), 165.

strade differenti, a seconda che l'offerta sia rivolta al pubblico<sup>96</sup> secondo la normativa vigente, oppure no. Infatti qualora l'o.p.a. obbligatoria sia rivolta al pubblico, essa sarà regolata direttamente dal t.u.f.: questo comporterà anche un complicato intreccio fra le competenze di supervisione dell'offerta: infatti, mentre il Panel sarà competente riguardo alle questioni relative al sorgere dell'obbligo, la Consob vigilerà sullo svolgimento dell'offerta. Inoltre, all'offerta sarà applicabile *in integrum* la disciplina prevista dal t.u.f. Al contrario, qualora l'o.p.a. obbligatoria non sia rivolta al pubblico, le disposizioni del t.u.f. non saranno direttamente applicabili e la disciplina dell'offerta non avrà una fonte legale, bensì contrattuale.

Nel caso in cui l'offerta non sia direttamente regolata dal t.u.f., il Panel non deve approvare il documento d'offerta, né ha il potere di richiedere integrazioni al documento stesso. Inoltre, mentre il documento d'offerta viene redatto in base alle disposizioni ed agli allegati del Regolamento Emittenti Consob, non sono richiamate le norme in materia di comunicato del c.d.a. contenente un apprezzamento ed una valutazione dell'offerta<sup>97</sup> e dei suoi effetti sugli interessi dell'impresa, sull'occupazione e sulla localizzazione dei siti produttivi<sup>98</sup>, nè quelle in materia di informazione dei dipendenti<sup>99</sup>, nè quelle sul parere dei rappresentanti dei lavoratori quanto alle ripercussioni sull'occupazione<sup>100</sup>.

Per quanto le norme che prevedono un diritto di informazione dei dipendenti riguardo all'offerta non siano adeguate a tutelare i lavoratori nei contesti delle acquisizioni<sup>101</sup>, l'assenza del richiamo a tali disposizioni

---

<sup>96</sup> Cioè ad un numero di investitori superiore a 150 ed abbia ad oggetto prodotti finanziari il cui corrispettivo totale sia superiore ad € 5.000.000.

<sup>97</sup> Art. 103, comma 3 t.u.f.

<sup>98</sup> Art. 103, comma 3-bis t.u.f.

<sup>99</sup> Art. 102, comma 2 t.u.f.

<sup>100</sup> Art. 103, comma 3-bis t.u.f.

<sup>101</sup> S. DEAKIN-A. SINGH, *The stock market, the market for corporate control and the theory of the firm: legal and economic perspectives and implications for public policy*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2008, 25; A. JOHNSTON, *Takeover regulation: historical and theoretical perspectives on the City Code*, in *Cambridge law journal*, 2007, 455; *contra*, ritiene che le regole di trasparenza nei confronti dei lavoratori abbiano una notevole importanza pratica perchè permettono ai lavoratori di impiegare più efficacemente lo strumento dello sciopero F.M. MUCCIARELLI, (nt. 15), 70-1; per una discussione del rapporto fra politiche del *Labour Party* e regolamentazione dei *takeovers* nel Regno Unito si veda anche C. BRUNER, *Power and purpose in the "Anglo-American" corporation*, in *Virginia journal of*



risente in maniera determinante degli interessi che l'o.p.a. endosocietaria mira a tutelare e del gruppo di soggetti che l'hanno prodotta<sup>102</sup>: come precedentemente affermato, infatti, la clausola mira a risolvere un conflitto distributivo fra i soci di controllo (generalmente espressione della piccola e media industria italiana) ed i soci di minoranza (in particolare, gli investitori istituzionali<sup>103</sup>). In questo modo può dunque spiegarsi la "scomparsa" dei lavoratori rispetto al procedimento d'offerta.

La mancata previsione del comunicato del c.d.a. sulla valutazione dell'offerta, invece, probabilmente è dovuta al fatto che il c.d.a. è generalmente espressione del socio di controllo. Qualora l'o.p.a. obbligatoria segua alla cessione privata del pacchetto di controllo, è dunque lecito domandarsi quale sia la reale indipendenza del c.d.a. nel dare una valutazione sull'operazione. Nelle società quotate, la necessaria presenza di amministratori indipendenti<sup>104</sup> ha permesso di mitigare in parte il rischio di collusione fra c.d.a. e socio di controllo nel caso dell'o.p.a. obbligatoria<sup>105</sup>: una previsione che non si è ritenuto di replicare anche nel caso del r.e. AIM. Se la valutazione dell'offerta del c.d.a. rischia di essere influenzata da potenziali conflitti di interesse, la valutazione dell'offerta rispetto all'impresa, all'occupazione ed alla localizzazione dei siti produttivi non è stata probabilmente prevista per le ragioni già esplicitate in relazione al parere dei rappresentanti dei lavoratori.

Il periodo di adesione delle o.p.a. è concordato fra l'offerente ed il Panel, entro un minimo di 15 ed un massimo di 25 giorni<sup>106</sup>. Inoltre, sono applicabili le disposizioni relative alla modifica delle offerte<sup>107</sup> ed alla

---

*international law*, 2010, 50, 625 ss. Sebbene nel breve termine l'effetto di un *takeover* sull'occupazione è negativo, gli studi sulle conseguenze delle acquisizioni nel medio-lungo termine non sono conclusivi, B. SJAFJELL, *Political path dependency in practice: the takeover directive*, in *Yearbook of European law*, vol. 27, 399.

<sup>102</sup> Tuttavia, nei sistemi di autoregolamentazione può anche accadere che i soggetti produttori e destinatari delle norme scelgano alcune regole che non sono nel loro interesse, al fine di mantenere il monopolio rispetto alla produzione normativa, escludere il legislatore ed evitare la messa in discussione del "sistema normativo" autoregolamentare nel suo complesso.

<sup>103</sup> Per una panoramica della presenza degli investitori istituzionali nel capitale delle società ammesse all'AIM Italia, A. LAMBIASE, (nt. 68), 79 ss.

<sup>104</sup> Art. 147-ter, comma 4 t.u.f.

<sup>105</sup> Art. 39-bis r.e. Consob.

<sup>106</sup> Art. 40, comma 2, lett. a) r.e. Consob.

<sup>107</sup> Art. 43 r.e. Consob.

presentazione di offerte concorrenti<sup>108</sup>. Infine, non sono richiamate né la regola di neutralità, né quella di neutralizzazione, che non saranno di conseguenza applicabili.

6.1. *La mancata proposizione dell'offerta e la sterilizzazione del voto.* – Il superamento della soglia e la mancata proposizione dell'offerta comportano la sterilizzazione dei diritti di voto eccedenti la soglia rilevante<sup>109</sup>. La limitazione del diritto di voto è sostanzialmente l'unica sanzione che opera in via automatica e diretta per la violazione delle regole sull'o.p.a. obbligatoria.<sup>110</sup> Mentre il t.u.f. prevede un sistema di sanzioni compiuto<sup>111</sup>, le quali possono essere adottate direttamente dalla Consob<sup>112</sup>, la mancanza di un'Autorità di vigilanza che possa esercitare poteri amministrativi<sup>113</sup> rende sostanzialmente impossibile adottare un sistema di sanzioni esaustivo. L'imposizione di un tetto ai diritti di voto diviene quindi un elemento centrale della disciplina e, soprattutto, della sua efficacia.

Per come è strutturato il modello di clausola, è evidente che il tetto<sup>114</sup> riguarda le azioni possedute da uno singolo socio<sup>115</sup>, e che riguarda tutte le azioni indistintamente<sup>116</sup>, non una specifica categoria<sup>117</sup> (e quindi la

---

<sup>108</sup> Art. 44 r.e. Consob.

<sup>109</sup> Al contrario, la sanzione prevista dall'art. 110, comma primo t.u.f. prevede che venga sterilizzato il diritto di voto inerente all'intera partecipazione.

<sup>110</sup> La possibilità di ottenere il risarcimento del danno, oppure la coercibilità dell'obbligo tramite l'art. 2932 c.c. saranno discusse in seguito. In ogni caso, bisogna notare che tali rimedi sono esperibili *ex post*, necessitano dell'intervento del giudice per potere essere effettivi e riguardano i singoli soci individualmente rispetto allo scalatore.

<sup>111</sup> Sul punto si veda R. GUIDOTTI, *L'opa obbligatoria e le conseguenze della sua mancata promozione*, in *Contr. impr.*, 2010, 869 ss.; F.M. MUCCIARELLI, (nt. 15), 202 ss.

<sup>112</sup> Relativamente a quali violazioni della normativa sull'o.p.a. obbligatoria comportino le sanzioni di cui all'art. 110 t.u.f., ed in particolare la sospensione del voto, si veda l'ord. Trib. Genova, 8 novembre 2016, in *Società*, 2017, 465, con nota di P. GIUDICI.

<sup>113</sup> Sebbene il r.e. AIM talvolta definisca «poteri amministrativi» i poteri del Panel, è chiaro che il Panel, nell'espletamento delle sue funzioni, non esercita alcun potere amministrativo, inteso in senso tecnico.

<sup>114</sup> In generale sui tetti di voto si veda G. RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, 294 ss.

<sup>115</sup> Di conseguenza, la clausola rientra fra quelle "personalistiche", si veda E. MARCHISIO, *La "maggiorazione del voto" (art. 127-quinquies t.u.f.): récompense al socio "stabile" o trucage del socio di controllo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, pag. 79.

<sup>116</sup> La previsione di un tetto ai diritti di voto non comporta la costituzione di una categoria speciale di azioni ai sensi dell'art. 2348 c.c.

disposizione rientra fra quelle regolate dal comma terzo dell'art. 2351 c.c.). La particolarità risiede dunque nel fatto che l'operatività del tetto ai diritti di voto è condizionata alla mancata proposizione dell'offerta<sup>118</sup>. Tale condizione di applicabilità, non trasforma in alcun modo i titoli in azioni a voto condizionato, ma deve essere valutata alla stregua dell'art. 1355 c.c. Visti gli ingenti oneri procedurali ed i costi associati alla promozione dell'offerta, sembrerebbe che non si possa considerare la promozione dell'offerta come una condizione meramente potestativa, dipendente dal «capriccio»<sup>119</sup> della parte.

Bisogna notare che la sterilizzazione del voto, come prevista dalla scheda 6 r.e. AIM (e come generalmente recepita negli statuti delle società quotate), non sanziona tutti i casi di mancata promozione dell'o.p.a. Infatti, è previsto che comporti la sterilizzazione del voto della partecipazione eccedente solamente il superamento della soglia di cui all'art. 106, comma 1 t.u.f. Tale specifica indicazione *de facto* esclude la sanzione per il superamento della soglia del 25% per le società che non siano PMI<sup>120</sup> e per la violazione delle regole sull'o.p.a. incrementale<sup>121</sup>.

La riforma del 2014<sup>122</sup>, ha previsto, per le società che non siano PMI<sup>123</sup>, due obblighi di offerta, al superamento della soglia del 25% e del 30%, non mutualmente esclusivi: al contrario, il comma 1-bis rende esplicito che il superamento di entrambe le soglie comporta l'o.p.a. obbligatoria, richiamando il primo comma tramite il connettivo

---

<sup>117</sup> Il voto condizionato di cui al comma 2 dell'art. 2351 c.c. riguarda invece una specifica categoria di azioni. Tuttavia, sia le clausole che prevedono un tetto ai diritti di voto esercitabili, sia le azioni a voto condizionato, comportano, alla stessa maniera, la sospensione del diritto di voto, C. FORMICA, *Art. 2351, in Commentario breve al diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, Cedam, 2017, 407.

<sup>118</sup> Per quanto la sterilizzazione del diritto di voto è concepita come una sanzione per la mancata proposizione dell'offerta, non ritengo che sia necessario analizzarne la liceità nel contesto del dibattito sulle pene private, come è stato fatto da G. D'ATTORRE, (nt. 11), 696. Infatti la "pena" della sospensione del voto rientra fra gli strumenti disponibili per i soci per limitare i diritti di voto, subordinandoli a determinati avvenimenti.

<sup>119</sup> A. TORRENTE-P. SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, Milano, Giuffrè, 2015, 227.

<sup>120</sup> Art. 106, comma primo-bis t.u.f.

<sup>121</sup> Art. 106, comma 3, lett. b) t.u.f.

<sup>122</sup> D.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito in legge con modifiche nella l. 11 agosto 2014, n. 116.

<sup>123</sup> Come definite dall'art. 1, comma primo, lett. w-quater.1) t.u.f.

«anche»<sup>124</sup>. Il semplice richiamo dell'art. 106, comma 1, e quindi della soglia del 30%, esclude che venga sterilizzato il diritto di voto della partecipazione eccedente di chi superi la soglia del 25%, senza superare la soglia del 30%<sup>125</sup> e senza promuovere l'offerta. Alla stessa maniera, il mancato richiamo dell'art. 106, comma 3, lett. b) t.u.f. comporta che al superamento della soglia dell'o.p.a. incrementale senza proposizione dell'offerta non consegua la sterilizzazione del voto della partecipazione eccedente.

La sanzione della sospensione del voto è quindi strutturata in maniera incompleta e non riesce a colpire tutti i casi di violazione della clausola statutaria. Bisogna notare che tale incompletezza non è dettata dall'impossibilità giuridica di prevedere la sterilizzazione del voto per tutte le violazioni dei casi di o.p.a. obbligatoria previsti dall'art. 106 t.u.f. Al fine di aumentarne l'efficacia sanzionatoria, il modello di clausola dovrebbe essere modificato in modo da ricomprendere tutti i casi di violazione.

Sebbene non siano applicabili le altre sanzioni previste dall'art. 110 t.u.f., si deve discutere la possibilità per i singoli soci di richiedere il risarcimento del danno da mancata proposizione dell'o.p.a. oppure di richiedere al giudice la condanna in forma specifica di cui all'art. 2932 c.c.

Ritengo che non sia possibile chiedere al Tribunale la condanna dello scalatore alla conclusione del contratto di acquisto delle azioni<sup>126</sup>: infatti, il processo di proposizione dell'offerta è altamente procedimentalizzato e richiede la stesura del documento d'offerta<sup>127</sup>, che

---

<sup>124</sup> Il superamento della soglia del 30%, in relazione a quella del 25%, costituisce una sorta di o.p.a. obbligatoria incrementale di portata più ampia.

<sup>125</sup> In una società che non sia una PMI.

<sup>126</sup> Sull'inapplicabilità dell'art. 2932 c.c. nel caso di mancata proposizione dell'o.p.a. "legale" la dottrina è pressoché concorde: si vedano, *ex multis*, G. ROMAGNOLI, *Diritti dell'investitore e dell'azionista nell'opa obbligatoria*, Padova, Cedam, 2005, 103; F. Carbonetti, *Opa obbligatoria e diritti degli azionisti*, in *Dir. banca mer. fin.*, 2005, 641; A. TUCCI, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto. Rimedi e tutele*, Milano, Giuffrè, 2008, 70.

<sup>127</sup> Ritene che questa obiezione non sia decisiva ad escludere l'applicabilità dell'art. 2932 c.c. A. POMELLI, *Inadempimento dell'obbligo di opa totalitaria e tutela risarcitoria: il caso è chiuso(?)*, in *Società*, 2016, 580. L'Autore ritiene invece che la previsione delle sanzioni di cui all'art. 110 t.u.f. sia l'elemento decisivo per escludere l'applicabilità dell'art. 2932 c.c.: vista l'inapplicabilità delle sanzioni *ex art.* 110 t.u.f. nel caso dell'o.p.a. endosocietaria, qualora si condivida la ricostruzione dell'Autore, si potrebbe affermare la possibilità di

non può essere compiuta dal Giudice. Poichè gran parte del diritto delle acquisizioni mira a fornire agli azionisti oblati le informazioni necessarie per poter valutare con cognizione di causa se accettare o meno l'offerta, sarebbe illogico cercare di tutelare gli azionisti tramite l'esecuzione in forma specifica dell'obbligo, privandoli di tutte le informazioni considerate necessarie per decidere razionalmente.

Al contrario, pare plausibile affermare la risarcibilità del danno derivante dalla mancata proposizione dell'offerta<sup>128</sup>, specularmente a quanto affermato dalla Suprema Corte nelle diverse sentenze relative al caso SAI-Fondiaria in relazione all'o.p.a. legislativa.<sup>129</sup> Nel contesto dell'o.p.a. statutaria, d'altra parte, le ragioni che avevano spinto alcuni interpreti e la Corte d'Appello di Milano a ritenere che l'o.p.a. obbligatoria consistesse in un mero onere sono del tutto assenti: infatti, non è presente un sistema di sanzioni compiuto, contrariamente al modello legislativo; la regola è sicuramente di diritto societario, e non riguarda invece esclusivamente il mercato finanziario<sup>130</sup>. Se ne deve dedurre che il danno derivante dall'inadempimento dell'obbligo è risarcibile.

6.2. *L'accertamento del superamento della soglia e la sospensione del diritto di voto.* – Il modello di clausola statutaria prevede che la sospensione del diritto di voto relativo alla partecipazione eccedente possa «essere accertata in qualsiasi momento dal consiglio di amministrazione<sup>131</sup>». La previsione potrebbe generare problemi di armonizzazione con l'art. 2371 c.c. che attribuisce al presidente dell'assemblea<sup>132</sup>, come potere proprio<sup>133</sup>

---

agire in giudizio per la pronuncia di una sentenza che produca gli effetti del contratto di compravendita non concluso.

<sup>128</sup> Nello stesso senso, C. MOSCA, *Acquisti di concerto*, (nt. 11), 1350. *Contra* G. D'ATTORRE, (nt. 11), 701.

<sup>129</sup> La risarcibilità del danno derivante dalla mancata promozione dell'o.p.a. obbligatoria è stata oggetto di un intensissimo dibattito: anche per ampi richiami bibliografici, si vedano i contributi di A. POMELLI, (nt. 115), 564 ss. e R. GHETTI, *Riflessioni critiche sulle conseguenze della violazione dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto totalitaria*, di prossima pubblicazione in *Giur. comm.*, 2017, II, 1024 ss.

<sup>130</sup> Se l'o.p.a. obbligatoria endosocietaria venisse comunque considerata come una disposizione relativa al mercato azionario difficilmente potrebbe affermarsi la sua validità e natura sociale.

<sup>131</sup> Il superamento della soglia è accertato quindi al c.d.a. nella sua dimensione collegiale.

<sup>132</sup> Sul ruolo e sui poteri del presidente dell'assemblea dopo la riforma del 2003, si veda S. ALAGNA, *Il presidente dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2005, *passim*; F.

che non può essere modificato dallo statuto<sup>134</sup>, quello di accertare la legittimazione al voto dei soci. Come si armonizzano, dunque, il potere di accertamento, da parte del c.d.a., della sospensione del diritto di voto ed il potere del presidente dell'assemblea di accertare (e sancire) la legittimazione all'esercizio del voto? E qualora venga escluso chi è legittimato al voto, oppure venga ammesso chi non è legittimato perché oltre soglia, come si dovranno distribuire le responsabilità? La questione della responsabilità rispetto all'accertamento del superamento della soglia risulta ulteriormente complicata dal possibile intervento del Panel.

Se l'accertamento del superamento della soglia è piuttosto agevole nel caso in cui venga oltrepassata da un singolo azionista in seguito all'acquisizione di un pacchetto di controllo, al contrario diviene molto più difficile quando dipende da un'azione di concerto. La discussione concerne il potere del presidente di indagare personalmente se un socio, od un gruppo di soci, si ritrovi oltre la soglia rilevante e se egli possa discostarsi dalle valutazioni effettuate dal c.d.a. Ritengo che a questa domanda debba essere data una risposta negativa. La maggior parte della dottrina<sup>135</sup>, nonché la giurisprudenza<sup>136</sup>, infatti, limitano il potere del presidente di escludere dalla votazione i soci ai casi in cui la carenza di legittimazione appaia *ictu oculi*<sup>137</sup>. Le ragioni di tale impostazione

---

MASSA FELSANI, *Il ruolo del presidente nell'assemblea di s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2004, *passim*; e lo studio del CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Il presidente dell'assemblea*, Studio d'impresa n. 70/2009/I, disponibile sul sito [www.notariato.it](http://www.notariato.it).

<sup>133</sup> LAURINI, *Commento all'art. 2371 c.c.*, in *Assemblea*, a cura di Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti-A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari, Milano, Giuffrè, 2008, 155. L'art. 2371 c.c. *post-riforma* sembra infatti stabilire che il presidente dell'assemblea è titolare di un ufficio autonomo e, quindi, di alcuni poteri propri non disponibili da parte dell'assemblea.

<sup>134</sup> R. LENER-A. TUCCI, *Società per azioni. L'Assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da R. Costi, 2012, 116.

<sup>135</sup> CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, (nt. 132), 23.

<sup>136</sup> Trib. Brescia, 3 giugno 2009, in *Società*, 2010, 1075 ss. con commento di G. MINA, *Il presidente dell'assemblea di s.p.a. e la legittimazione del socio all'esercizio del diritto di voto*, e discussa anche da D. RIZZARDO, *I poteri del presidente dell'assemblea di s.p.a. ed il controllo giudiziale sui suoi atti*, in *Le società nel processo*, a cura di C. Consolo-G. Guizzi-I. Pagni, Torino, Giappichelli, 2012, 167 ss.

<sup>137</sup> Non vi è tuttavia unanimità riguardo alle modalità in cui tale controllo dovrebbe essere effettuato ed ai limiti esatti del concetto di *prima facie*. Rizzardo suggerisce infatti di limitare il sindacato del presidente a quegli accertamenti che non comportino una dilazione significativa dell'inizio dell'assemblea, a prescindere dal fatto che

dipendono sia dal timore che il presidente dell'assemblea possa abusare dei propri poteri per influenzare le deliberazioni<sup>138</sup>, sia dal fatto che l'esercizio del potere di esclusione del presidente non può essere sindacato in sede assembleare, ma solamente tramite l'impugnazione della delibera<sup>139</sup>.

Da queste premesse deriva che il presidente, per quanto debba valutare in sede assembleare la legittimazione all'esercizio del voto, in assenza di un accertamento da parte del c.d.a. rispetto al superamento della soglia da parte di un azionista, non potrà autonomamente accertare il superamento della soglia e, di conseguenza, limitare i voti di uno o più azionisti alla soglia rilevante<sup>140</sup>. Ne consegue anche che il presidente non potrà essere ritenuto civilmente responsabile<sup>141</sup> dell'ammissione o dell'esclusione dal voto di un socio, quando tale scelta sia effettuata in conformità alla deliberazione del c.d.a.

È quindi necessario indagare quali siano i poteri e le responsabilità del c.d.a. nell'accertamento del superamento della soglia. È tuttavia chiaro che anche il potere di accertamento del c.d.a. potrebbe risentire dei limitati poteri ispettivi necessari ad individuare un'eventuale azione di concerto rimasta occulta, per quanto tale problema possa in parte essere risolto dall'intervento del Panel. Infatti, il modello di clausola prevede che sia la società che gli azionisti possano richiedere l'interpretazione preventiva e le raccomandazioni del Panel riguardo ad ogni questione che possa sorgere in relazione all'offerta pubblica di acquisto<sup>142</sup>. Il Panel, nel fornire la risposta, ha la «facoltà di chiedere a tutti gli eventuali interessati tutte le informazioni necessarie per fornire una risposta adeguata e corretta». Di conseguenza, l'intervento del Panel potrebbe, almeno in parte, ovviare al difetto di poteri ispettivi del c.d.a.

---

l'accertamento si limiti a constatare fatti evidenti o meno; si veda D. RIZZARDO, (nt. 136), 173.

<sup>138</sup> Rischio potenzialmente elevato quando il presidente dell'assemblea sia anche un membro dell'organo amministrativo.

<sup>139</sup> Trib. Brescia, (nt. 136), 1076.

<sup>140</sup> Ritengo invece che sia possibile ricorrere *ex art. 700 c.p.c.* per ottenere l'inibitoria dell'esercizio del voto in assemblea, come affermato dal Trib. Milano nelle ordinanze dell'11 luglio 2012 nel caso Salini-Impregilo, pubblicate in *Riv. dir. soc.*, 2013, 96 ss.

<sup>141</sup> Sulla responsabilità civile del presidente dell'assemblea si veda S. ALAGNA, *Poteri e responsabilità del presidente dell'assemblea nelle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, 529 ss.

<sup>142</sup> Di conseguenza, anche quando l'offerta non sia ancora stata promossa.

L'accertamento (o meno) del superamento della soglia potrebbe ledere sia i diritti<sup>143</sup> del soggetto oltre la soglia, sia quelli degli altri soci, a cui l'offerta dovrebbe essere indirizzata.

Per quanto riguarda il socio, od il gruppo di soci, che vedano limitato il proprio diritto di voto dal c.d.a., essi saranno sicuramente autorizzati ad impugnare la delibera in base all'art. 2388, comma 4 c.c.<sup>144</sup>: la delibera limita infatti il diritto del socio ad esprimere il voto. In tale caso, se la soglia è stata superata da un solo socio, egli sicuramente possiede il *quorum* previsto dall'art. 2377, comma 3 c.c. Qualora invece la soglia venga superata in seguito ad un acquisto esercitato di concerto, e non tutti i soci che agiscono di concerto intendano impugnare la delibera di accertamento del c.d.a., alcuni dei soci potrebbero non possedere il *quorum* necessario per l'impugnazione.

Il problema del *quorum* si propone anche qualora il c.d.a. accerti che il superamento della soglia rilevante non sussista. Tale delibera, astrattamente, lede direttamente il diritto degli altri soci a ricevere l'offerta e a vedere limitato il diritto di voto del socio oltre soglia e, quindi, sarebbe impugnabile ai sensi dell'art. 2388, comma 4 c.c. Ai soci che non raggiungessero il *quorum*, dunque, resterebbe soltanto la possibilità di ottenere il risarcimento del danno subito<sup>145</sup>.

---

<sup>143</sup> Sul concetto di «diritti» dei soci rispetto all'art. 2388, comma 4 c.c. si veda l'ordinanza del Trib. Milano del 29 marzo 2014, n. 11587, in *Giur. comm.*, 2015, II, 661 ss., con nota di M. MARINI. La lesione dei diritti dei soci che legittima l'impugnazione della delibera del c.d.a. non potrà riguardare la lesione dell'interesse alla legalità della deliberazione, né ricomprendere le delibere che, danneggiando direttamente la società, danneggino di riflesso anche i diritti di tutti i soci; F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2004, 120.

<sup>144</sup> L'art. 2388, comma 4 c.c. prevede che all'impugnazione dei soci si applichino, in quanto compatibili, gli artt. 2377 e 2378 c.c. È discusso in dottrina se la parte relativa ai *quorum* dell'art. 2377 sia applicabile al caso di specie, oppure sia incompatibile con l'impugnazione delle delibere consiliari. Sostengono che i *quorum* siano applicabili G. GUERRIERI, *Art. 2388*, in *Commentario breve al diritto delle società*<sup>4</sup>, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, Cedam, 2017, 729; R. SACCHI, *La tutela obbligatoria degli azionisti nel nuovo art. 2377 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo, S. Patriarca e G. Presti, Milano, Giuffrè, 2003, 160. Ritiene che applicare il *quorum* all'impugnazione di tali delibere sarebbe incongruo M. IRRERA, *La patologia delle delibere consiliari nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 1137.

<sup>145</sup> Sul risarcimento del danno subito dal singolo socio si veda G. GUERRIERI, *Art. 2377*, in *Commentario breve al diritto delle società*<sup>4</sup>, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, Cedam, 2017, 632; R. SACCHI, *La tutela delle minoranze tra tutela indennitaria e rimedi demolitori*, in *Riv. dir.*



7. L'“autorità” di supervisione dell'offerta: il Panel. – L'operatività ed il funzionamento della disciplina dell'o.p.a. obbligatoria legale sono indissolubilmente legati all'intervento ed al ruolo svolto dalla Consob. È dunque evidente che la previsione di una disciplina dell'o.p.a. obbligatoria statutaria, al fine di essere effettiva ed efficace, deve “sostituire” l'Autorità di vigilanza con un altro organo<sup>146</sup> che ne svolga, almeno in parte, le funzioni<sup>147</sup>. Il modello di clausola del r.e. AIM prevede che il ruolo dell'Autorità di vigilanza sia svolto da un organo denominato Panel, composto da tre membri nominati da Borsa Italiana. Le funzioni del Panel possono essere raggruppate in tre macro-categorie: (i) funzioni di gestione, organizzazione ed amministrazione dell'o.p.a. obbligatoria; (ii) funzioni di consulenza e di “interpretazione autentica” della disciplina, prima e durante lo svolgimento dell'offerta; (iii) funzioni di “giudice” delle controversie che possano insorgere relativamente all'applicazione od interpretazione della clausola in materia di o.p.a. obbligatoria.

Le funzioni esercitate<sup>148</sup>, così come la nomenclatura utilizzata e la mancanza di una legge che attribuisca al Panel i poteri di vigilanza dell'offerta, richiamano evidentemente la figura del UK Takeover Panel: tuttavia, le somiglianze sono più apparenti che reali, e le principali caratteristiche, non solo giuridiche, ma soprattutto storiche e materiali, che hanno permesso il successo<sup>149</sup> del modello di regolamentazione britannico, non paiono presenti nel caso del Panel per l'AIM Italia.

Bisogna in primo luogo notare che il UK Takeover Panel ha poteri molto più ampi, poiché amministra lo svolgimento di tutte le offerte

---

*comm.*, 2016, I, 231 ss.; M. VENTORUZZO, *Il risarcimento dei danni da deliberazione assembleare invalida a favore dei soci non legittimati ad impugnare*, in *Riv. soc.*, 2013, 629 ss.

<sup>146</sup> Il termine organo è utilizzato in maniera atecnica, e non nell'accezione di organo amministrativo.

<sup>147</sup> L'intervento della Consob nel processo dell'o.p.a. obbligatoria è così importante che è stata sostenuta l'invalidità di una clausola statutaria che si limitasse a rendere applicabili gli articoli del t.u.f. relativi all'o.p.a. obbligatoria, mediante mero richiamo, proprio a causa dell'impossibilità dell'intervento della Consob; G. D'ATTORRE, (nt. 11), 683.

<sup>148</sup> Sulle funzioni del UK Takeover Panel si veda G. MORSE, *The many roles of the Panel*, in *Journal of business law*, 2004, 476 ss.

<sup>149</sup> Ovviamente il “successo” del UK Takeover Panel riguarda in questo caso le modalità di regolamentazione rispetto all'obiettivo che si vuole conseguire, e non tanto un giudizio di valore positivo, in sé e per sé, della regolamentazione delle acquisizioni previste nel UK Takeover Code.

pubbliche di acquisto e scrive direttamente le regole per la conduzione delle offerte. Inoltre, l'o.p.a. obbligatoria per l'AIM Italia, così come i poteri e le funzioni del Panel, hanno natura contrattuale: di conseguenza, essi dovranno essere scrutinati sulla base della disciplina del codice civile; per di più, il contenzioso che potrebbe sorgere dall'esercizio di tali poteri seguirà le regole del codice di procedura civile. Al contrario, la natura contrattuale dei poteri del UK Takeover Panel, sebbene paventata da alcuni autori in passato<sup>150</sup>, è stata esclusa dalla dottrina e dalla giurisprudenza<sup>151</sup>. Inoltre, il contenzioso relativo decisioni del Panel, si svolge quasi interamente al di fuori delle Corti, di fronte ad un "sistema giudiziario" autonomo che prevede "più gradi di giurisdizione"<sup>152</sup>. Sebbene a partire dal noto caso *Datafin*<sup>153</sup> sia stato previsto che le decisioni del Takeover Appeal Board<sup>154</sup> possano essere soggette a *judicial review*<sup>155</sup>, è stato tuttavia chiarito, con un approccio molto deferente<sup>156</sup> nei confronti del UK Takeover Panel, che le probabilità di intervento sono molto basse e che la *review* debba essere storica<sup>157</sup>, e cioè che la decisione debba valere *pro futuro*, e non per il caso concreto in discussione. Un approccio in parte

---

<sup>150</sup> B. RIDER, *Regulation of British securities industry*, Oyez, 1979, 9-10.; R. FALKNER, *Judicial review of the Takeover Panel and self-regulatory organisations*, in *Journal of international business law*, 1987, 2, 103; *R v Jockey Club, ex parte Aga Khan* [1993] 2 All E.R. 853, 875.

<sup>151</sup> J. BLACK, *Constitutionalising self-regulation*, in *Modern law review*, 1996, 59, 33; T. OGOWEWO, *Is contract the juridical basis of the Takeover Panel?*, in *Journal of international banking law*, 1997, 12, 20-1; *R v Advertising Standards Authority ex p Insurance Services Plc* [1990] 2 Admin. LR 77.

<sup>152</sup> Sono previsti anche l'Hearings Committee ed il Takeover Appeal Board.

<sup>153</sup> *R v Panel on Takeovers and Mergers, ex p Datafin Plc* [1987] QB 815.

<sup>154</sup> Infatti, affinché possa essere richiesta la *judicial review* delle decisioni del Panel è necessario che sia stato fatto ricorso a tutti i gradi di giurisdizione previsti dal Takeover Code.

<sup>155</sup> Come è stato chiarito nella sentenza *Datafin*, le ragioni sulla base delle quali può essere richiesta la *judicial review* sono: (i) *illegality*; (ii) *irrationality*; (iii) *procedural impropriety*. Si veda anche D. DURRSCHMIDT, *Judicial review of Takeover Panel decisions*, in *European business law review*, 2005, 1133 ss; P. CANE, *Self-Regulation and Judicial Review*, in *Civil Justice Quarterly*, 1987, 324, 331-3, 343-4. Un'ampia discussione dei casi in cui le decisioni di un soggetto, a cui non sono attribuiti poteri in via legislativa, possano essere soggette a *judicial review* è presente nella recente sentenza *R (on the application Holmcraft Properties Ltd) v KPMG LLP* [2016] EWHC 323.

<sup>156</sup> D. KERSHAW, *Web Chapter A: The Market for Corporate Control*, Oxford, Oxford University Press, 2010, 31.

<sup>157</sup> La ragione di tale approccio deriva dal timore che la possibilità di agire in giudizio comporti un rischio di "contenzioso tattico" e che possa interferire con il bisogno di speditezza e definitività delle decisioni durante il periodo dell'offerta.

modificato nel caso *Guinness*<sup>158</sup>, dove è stato specificato che un intervento contemporaneo del Tribunale rispetto all'offerta è consentito, qualora questo intervento non pregiudichi il bisogno di una decisione definitiva e veloce. In ogni caso, la possibilità di ricorrere avverso le decisioni del Panel e, quindi, gli spazi per contenziosi tattici<sup>159</sup>, sono limitatissimi anche dopo l'adozione della direttiva o.p.a.<sup>160</sup> Inoltre, nonostante lo stesso *Companies Act* del 2006<sup>161</sup> permetta al Panel di richiedere un'ingiunzione per assicurare la *compliance* con le decisioni del Panel, è raro che tale potere venga utilizzato<sup>162</sup>.

Tuttavia, le differenze fra il Panel previsto dal r.e. AIM ed il UK Takeover Panel non risiedono solamente nell'origine e nell'estensione dei poteri, nella diversa struttura e nel diverso ruolo che può esercitare l'Autorità giudiziaria rispetto alle decisioni dei due organi. Probabilmente, le maggiori divergenze che potrebbero impedire al Panel previsto dal r.e. AIM di essere altrettanto efficace nell'amministrazione dell'o.p.a. obbligatoria risiedono nell'origine storica del UK Takeover Panel. Per quanto esuli dal presente scritto una completa trattazione del tema, è condiviso in dottrina che le ragioni del successo del Panel siano da individuarsi sia nell'atteggiamento deferente dello Stato rispetto all'autoregolamentazione dei soggetti coinvolti<sup>163</sup>, sia nella comunanza

---

<sup>158</sup> *R v Panel on Takeovers and Mergers, ex p Guinness plc* [1989] 1 All ER 509.

<sup>159</sup> Si vedano T. OGOWEWO, *Tactical Litigation in Hostile Takeover Bids*, in *Journal of Business Law*, 2007, 6, 589 ss.; J. MUKWIRI, *The Myth of Tactical Litigation in UK Takeovers*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2008, 8, 384.

<sup>160</sup> Uno dei maggiori timori, durante tutto il processo di negoziazione della direttiva, era che fornire al Panel una base legislativa avrebbe potuto danneggiare le peculiari caratteristiche della regolamentazione britannica (flessibilità, velocità e certezza delle decisioni assunte dal Panel) e creare il rischio di contenziosi tattici. Sulle "virtù" dell'autoregolamentazione britannica si vedano A. OGUS, *Rethinking self-regulation*, in *Oxford journal of legal studies*, 1995, 15, 87-97; M. O'NEILL, *When European integration meets corporate harmonization*, in *Company lawyer*, 2000, 21, 173-6.

<sup>161</sup> Section 955, comma primo.

<sup>162</sup> P. DAVIES, *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*<sup>9</sup>, Londra, Sweet & Maxwell, 2012, 1021. Tale potere è stato utilizzato per la prima volta dal Panel nel 2017 (Panel Statement 2017/8, disponibile sul sito [www.takeoverpanel.org.uk](http://www.takeoverpanel.org.uk)), rispetto al caso *Rangers*, per assicurare il rispetto della decisione del Panel (confermata da ultimo dal Takeover Appeal Board: Takeover Appeal Board Statement 2017/1, disponibile sul sito [www.takeoverappealboard.org.uk](http://www.takeoverappealboard.org.uk)) che aveva imposto a Mr. King di proporre un'o.p.a. obbligatoria rispetto alle azioni di Rangers International Football Club Plc.

<sup>163</sup> Cita D. KERSHAW, (nt. 61), 15 ss.

degli interessi degli autori e dei destinatari della regolamentazione<sup>164</sup>, sia nella prossimità geografica<sup>165</sup> e nell'appartenenza alla medesima comunità degli affari<sup>166</sup>. Nel processo evolutivo della regolamentazione dei *takeovers* britannica, inoltre, ha giocato un ruolo fondamentale la minaccia dell'intervento statale.<sup>167</sup>

Tutte queste condizioni sembrano mancare rispetto all'AIM Italia: è infatti già in vigore un sistema compiuto di regolamentazione dei *takeovers* per quanto riguarda le società quotate su di un mercato regolamentato. Tale sistema è supervisionato da un'Autorità indipendente che esercita poteri amministrativi, soggetti a tutela giurisdizionale. Inoltre, la previsione dell'o.p.a. obbligatoria rispetto all'AIM Italia non si pone la finalità di esautorare lo Stato da uno specifico ambito di regolamentazione: al contrario, mira ad estendere a determinate società che non ne siano soggette una regola già prevista in via legislativa. Infine, l'estrema specificità e limitatezza dell'ambito della regolamentazione<sup>168</sup> riduce drasticamente la possibilità di creazione di un sistema di regole autonomo, il cui rispetto da parte dei partecipanti permette la sopravvivenza e la perpetuazione del sistema stesso, mettendolo al riparo da ingerenze esterne.

7.1. *I poteri di amministrazione dell'offerta.* - Il primo compito del Panel è quello di dettare le «disposizioni opportune e necessarie per lo svolgimento dell'offerta». Come ricostruito in precedenza, la clausola statutaria richiama in maniera ellittica le disposizioni direttamente

---

<sup>164</sup> La regolamentazione dei *takeovers* è sempre stata appannaggio dei rappresentanti delle City di Londra: tuttavia, l'elaborazione delle *rules* è stata almeno in parte determinata dall'obiettivo di evitare l'intervento della legislazione statale. Naturalmente, l'esclusione dello Stato ha comportato che il potere di elaborare ed applicare le regole, come quello di definire gli interessi perseguiti, sia rimasto sotto il controllo della comunità finanziaria londinese.

<sup>165</sup> Il c.d. *one square mile* della City londinese.

<sup>166</sup> G. MORSE, *The City Code on takeovers and mergers – self regulation or self protection?*, in *Journal of business law*, 1991, 511.

<sup>167</sup> Il ruolo della gerarchia all'interno dei gruppi che si autoregolano e l'influenza dello stato nel funzionamento di sistemi di autoregolamentazione sono correttamente evidenziati ed analizzati da D. ATTENBOROUGH, *Empirical insights into corporate contractarian theory*, in *Legal studies*, 2017, 191 ss.

<sup>168</sup> L'o.p.a. obbligatoria, e non tutti i *takeovers*.

applicabili, esplicitate nell'art. 6-bis r.e. AIM<sup>169</sup> Inoltre, l'esercizio dei poteri di amministrazione è effettuato dal Panel previa consultazione di Borsa Italiana.

Da un punto di vista materiale, è necessario chiarire che sia la società, che i soci di minoranza, che lo scalatore hanno un interesse all'esercizio di tali poteri da parte del Panel. Tale osservazione risulta evidente qualora si consideri, per esempio, il procedimento per la variazione, in aumento od in diminuzione, del prezzo dell'offerta<sup>170</sup>, oppure il rispetto delle regole di correttezza da parte dell'offerente oppure ancora la sussistenza o meno di un'esenzione dall'obbligo. Questa considerazione invero banale lascia però intravedere la necessità, nella ricostruzione giuridica dei poteri amministrativi del Panel, di effettuare un'analisi che renda l'esercizio dei poteri del Panel potenzialmente "impugnabile" da parte dei diversi soggetti coinvolti e che non limiti l'esercizio di tali poteri ad una questione meramente privata, che riguarda solamente l'offerente.

Da un punto di vista civilistico, la promozione dell'offerta risulta essere la prestazione dell'obbligazione assunta nel contratto di società<sup>171</sup>, sospensivamente condizionata al superamento della soglia rilevante. Per questa ragione, si può sostenere che il ruolo svolto dal Panel può essere assimilato a quello dell'arbitratore<sup>172</sup>. Infatti, i soci, con la stipula del

---

<sup>169</sup> Il perimetro delle disposizioni applicabili è stato chiarito dall'avviso n. 18714 del 9 novembre 2015 di Borsa Italiana.

<sup>170</sup> Sulla distinzione fra arbitrato, arbitraggio e perizia contrattuale in relazione al ruolo del perito come delineato dalle clausole di aggiustamento del prezzo nei contratti di acquisizione di azioni si veda F. GAMBARO, *Arbitraggio e perizia contrattuale nelle clausole price adjustment ed earn out*, in *Riv. dir. priv.*, 2014, 93 ss.

<sup>171</sup> La dottrina dominante e la giurisprudenza ritengono che il contratto con clausola di arbitraggio sia già concluso sin dal momento della stipula, si veda E. GABRIELLI, *Contratto completo e clausola di arbitraggio*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, 291 ss.; G. ZUDDAS, *L'arbitraggio*, Napoli, Jovene, 1992, 48.

<sup>172</sup> «La nozione di arbitraggio in effetti si apprezza nel quadro del rapporto tra autonomia privata e fonti determinative esterne. Vale a dire nella prospettiva per i privati di rimettere ad un terzo il potere di colmare una (totale o parziale) lacuna nel regolamento contrattuale. Il terzo infatti opera una determinazione che, sul piano strutturale, si presenta come atto di autonomia avente per le parti valore dispositivo; sul piano funzionale, si collega dall'esterno con le altre determinazioni pattizie già fissate dalle parti, o imposte dalla legge, che unitariamente concorrono a comporre l'assetto di interessi dettato dal regolamento negoziale», E. GABRIELLI, *Art. 1349*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, Giuffrè, 2001, 172.

contratto, prevedono che l'azionista di controllo promuova l'o.p.a. obbligatoria e demandano ad un terzo, preventivamente individuato, la determinazione di parte del contenuto della prestazione. La fattispecie non deve essere ricondotta all'arbitrato irrituale<sup>173</sup> oppure alla perizia contrattuale<sup>174</sup>.

La determinazione del Panel, dunque, completa e specifica la prestazione dedotta nel contratto di società, e riguarda pertanto la società e anche tutti i soci. Al contrario, è da escludersi che, una volta sorto l'obbligo di promuovere l'offerta, l'opera del Panel concerna solamente il contenuto dell'atto unilaterale dello scalatore<sup>175</sup>: da un lato, per le considerazioni funzionali svolte precedentemente riguardo ai soggetti interessati alla promozione dell'offerta, dall'altro, perché lo stesso modello di clausola prevede che tutti i soci, gli offerenti e la società possano adire il Panel per richiedere la sua interpretazione preventiva e le sue raccomandazioni<sup>176</sup>. Sarebbe dunque illogico prevedere che le funzioni di amministrazione dell'offerta debbano essere intese esclusivamente nell'ottica del rapporto bilaterale Panel-offerente.

Questa impostazione comporta che tutti i soci e la società possano richiedere l'esercizio dei poteri del Panel per assicurare il corretto svolgimento dell'offerta ed il rispetto esatto delle norme del t.u.f. e del regolamento emittenti Consob. Ne discende anche che tutti i soggetti

---

<sup>173</sup> L'arbitrato irrituale rimane essenzialmente un processo, nonostante la natura contrattuale del lodo; si veda E. FAZZALARI, *Arbitrato e arbitraggio*, in *Riv. arb.*, 1993, 583 ss.; E. GABRIELLI, (nt. 172), 183.

<sup>174</sup> La perizia contrattuale è un istituto di elaborazione dottrinale e giurisprudenziale e si differenzia dall'arbitraggio perché, sebbene costituisca anch'essa una fonte di integrazione del contratto, coinvolge un giudizio di natura eminentemente tecnica, non discrezionale e non sindacabile ai sensi dell'art. 1349 c.c.; si veda D. GIACOBBE, *Alcune questioni in tema di arbitrato irrituale e perizia contrattuale*, in *Giust. civ.*, 2000, I, 479 ss.; G. MARANI, *In tema di arbitrato, arbitraggio e perizia contrattuale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, I, 610 ss.; M. BRONZINI, *Differenze fra arbitrato irrituale e perizia tecnica contrattuale*, in *Arch. civ.*, 1991, 711 ss. In giurisprudenza, da ultimo si veda Cass. Civ., sez. III, 28 giugno 2016, n. 13291 in *Giur. it.*, 2017, 603 ss.

<sup>175</sup> La dottrina ha ammesso che la figura dell'arbitratore di cui all'art. 1349 c.c. sia configurabile anche in relazione agli atti unilaterali che comportino un'attribuzione patrimoniale, G. ZUDDAS, (nt. 171), 27.

<sup>176</sup> Possono, cioè, chiedere che il Panel svolga quella che è stata definita come la "funzione consultiva".

coinvolti hanno diritto di impugnare le decisioni del Panel<sup>177</sup>. Qualora invece si ritenesse che le determinazioni del Panel riguardino esclusivamente il contenuto dell'offerta proposta, l'attività del Panel non sarebbe impugnabile da parte degli oblati: al contrario, il contenzioso potrebbe riguardare solamente il contenuto dell'offerta.

La determinazione del Panel dovrà essere assunta con equo apprezzamento, e non con mero arbitrio: infatti, il necessario rispetto di criteri tecnici<sup>178</sup> prestabiliti dai contraenti<sup>179</sup> indica che il giudizio del Panel è delimitato entro uno specifico perimetro e che deve conformarsi ad una serie articolata di disposizioni ed orientamenti che non ne elidono la natura discrezionale, ma che certamente escludono che la determinazione del Panel possa essere ricondotta ad un caso di *arbitrium boni viri*.

Di conseguenza, la determinazione del Panel potrà essere impugnata qualora sia manifestamente iniqua od erronea, oltre che a causa dei vizi negoziali collegati alla clausola di arbitraggio<sup>180</sup>. I concetti di erroneità od iniquità spesso coesistono e si confondono: in via di approssimazione, si può comunque affermare che è erronea la determinazione che non ha tenuto conto di tutti i requisiti tecnici e fattuali da considerare per l'assunzione della decisione<sup>181</sup>, mentre l'iniquità consiste nel mancato rispetto dei criteri oggettivi che il terzo deve osservare<sup>182</sup>.

---

<sup>177</sup> La legittimazione ad impugnare, infatti, viene accordata solamente alle parti del contratto di arbitraggio; si veda G. ZUDDAS, (nt. 171), 140; E. GABRIELLI, (nt. 172), 255.

<sup>178</sup> Ritiene che il necessario rispetto di criteri tecnici porti ad escludere la configurabilità dell'*arbitrium boni viri* E. GABRIELLI, (nt. 172), 233.

<sup>179</sup> Nel caso di specie, le disposizioni del t.u.f. e del regolamento emittenti Consob e gli orientamenti Consob.

<sup>180</sup> Si tratta dei casi dell'incapacità o dei vizi della volontà dell'arbitratore oppure dello straripamento della determinazione rispetto alla prestazione da delineare. La dottrina maggioritaria e la giurisprudenza uniforme afferma che le predette impugnazioni negoziali possano essere esperite avverso la determinazione ex art. 1349 c.c.: R. SCOGNAMIGLIO, *Art. 1349*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna, Zanichelli-Foro Italiano, 1970, 395; M. CATALANO, *Le clausole di arbitraggio*, in *Le acquisizioni societarie*, a cura di M. Irrera, Bologna, Zanichelli, 2011, 795. Ritiene invece che la determinazione del terzo possa essere impugnata solamente per le ragioni di cui all'art. 1349 c.c. F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, vol. II, Padova, Cedam, 2012, 239.

<sup>181</sup> Probabilmente, il caso più rilevante rispetto alle decisioni del Panel.

<sup>182</sup> M. CATALANO, (nt. 180), 792.

Maggiori problemi potrebbe invece suscitare il fatto che l'erroneità o l'iniquità debbano essere manifeste<sup>183</sup>. È infatti assai probabile che l'errore nella decisione derivi da un accertamento o da una valutazione non accurati dei fatti rilevanti, con la conseguenza che difficilmente l'erroneità sarà percepibile *ictu oculi*; questa considerazione lascia impregiudicato il fatto che la determinazione del Panel, per quanto il vizio possa non essere evidente, potrebbe ciò nonostante differire di molto rispetto alla determinazione che sarebbe stata assunta se i fatti fossero stati correttamente apprezzati. È dunque necessario affermare che l'evidenza dell'errore o dell'iniquità, vista anche la complessità delle regole tecniche che devono essere applicate dal Panel, deve essere valutata in maniera ampia, facendo riferimento al risultato della determinazione piuttosto che al processo di valutazione degli elementi di fatto e tecnici.

7.2. *Il Panel come "consulente"*. – Il modello di clausola prevede che le società, i loro azionisti e gli eventuali offerenti possano adire il Panel per avere raccomandazioni od interpretazioni, anche preventive, sulla disciplina e su ogni possibile questione relativa all'offerta. Il Panel ricopre dunque il ruolo di "consulente" e fornisce chiarificazioni in modo che le parti possano agire in maniera informata rispetto al procedimento d'offerta. Questa funzione è chiaramente ricalcata su quella interpretativa che svolge l'Executive nel contesto britannico<sup>184</sup>. Tuttavia, il Takeover Code distingue nettamente il caso in cui l'interpretazione abbia mera funzione di *guidance*, e non sia vincolante, da quello in cui l'Executive emetta un vero e proprio *ruling*, con efficacia vincolante per i soggetti coinvolti<sup>185</sup>.

La clausola prevista dal r.e. AIM non differenzia invece fra valutazioni meramente consultive, non vincolanti per le parti e che possono essere modificate dal Panel stesso, rispetto al caso in cui uno dei soggetti coinvolti richieda una decisione vera e propria del Panel, su cui

---

<sup>183</sup> Per un'analisi di come il concetto è stato inteso da dottrina e giurisprudenza si veda M. CATALANO, (nt. 180), 793.

<sup>184</sup> Art. 6, lett. a) e b) dell'introduzione del UK Takeover Code.

<sup>185</sup> A meno che non sia emesso solamente su istanza di parte e senza previa consultazione degli altri soggetti interessati: in questo caso, il *ruling* può essere modificato dopo che sono state sentite tutte le parti.



poter fare affidamento e rispetto alla quale è ammissibile la tutela giurisdizionale. È possibile superare a tale mancanza di distinzione considerando pienamente il contenuto dei poteri di amministrazione dell'offerta. Infatti, quando una parte necessiti di una decisione vincolante<sup>186</sup>, e la questione rientri fra quelle oggetto di poteri amministrativi da parte del Panel, sarà possibile richiedere al Panel di svolgere la sua funzione di arbitratore. Al contrario, le mere consulenze del Panel, con funzione di *guidance*, non credo possano essere considerate vincolanti per le parti, e, quindi, contro di esse non è possibile adire l'autorità giudiziaria.

7.3. *Il Panel come giudice delle controversie.* – Il modello di clausola previsto nella scheda 6 r.e. AIM dispone che tutte le controversie relative all'interpretazione ed all'esecuzione della clausola stessa debbano essere sottoposte, come condizione di procedibilità, al Panel in qualità di collegio di probiviri. La clausola mira dunque a creare un sistema, almeno parzialmente completo, anche per la risoluzione delle controversie.

È necessario premettere che il Panel non ha funzioni arbitrali in senso tecnico e le sue decisioni non hanno valore di lodo, rituale o irrituale<sup>187</sup>. L'elemento decisivo è costituito dal fatto che la stessa clausola disciplina il ricorso al Panel come mera condizione di procedibilità<sup>188</sup>, e non come giudizio arbitrale vero e proprio. Il procedimento di fronte al Panel si configura piuttosto come metodo alternativo di risoluzione delle controversie non soltanto con funzione deflattiva del contenzioso. Infatti, la celerità del procedimento, l'esperienza e l'autorevolezza dei membri del Panel permettono alle parti di ottenere un primo responso sul probabile esito della controversia<sup>189</sup> e di valutare più accuratamente l'opportunità di

---

<sup>186</sup> Per esempio rispetto all'applicabilità di un'esenzione dall'obbligo di offrire.

<sup>187</sup> La natura di arbitrale o meno delle decisioni assunte dal collegio dei probiviri è stata ampiamente discussa in dottrina; si vedano N. SOLDATI, *Le clausole compromissorie nelle società commerciali*, Giuffrè, Milano, 2005, 109 ss., M. STELLA RICHTER Jr., (nt. 30), 300, anche per un'ampia citazione della bibliografia sul tema.

<sup>188</sup> L'imposizione da parte del legislatore di procedure stragiudiziali come condizione di procedibilità per l'azione in giudizio è una strategia normativa piuttosto frequente, utilizzata soprattutto con finalità deflattive del contenzioso.

<sup>189</sup> La decisione del collegio di probiviri di Borsa Italiana in relazione al contenzioso fra operatori e gestore del mercato è stata paragonata ad una sorta di parere *pro veritate* sul possibile esito della controversia da M. VENTORUZZO, (nt. 8), 734.

agire in giudizio o meno. Bisogna notare che il ricorso al collegio di probiviri è previsto anche in relazione alle controversie fra gli operatori e Borsa Italiana dal regolamento relativo alle procedure per l'accertamento delle violazioni delle regole del sistema multilaterale di negoziazione. In tale caso, viene esplicitato che la decisione dei probiviri non ha efficacia vincolante e il procedimento di fronte ai Probiviri costituisce una condizione di procedibilità del giudizio arbitrale rituale previsto dal successivo art. 11 del predetto regolamento<sup>190</sup>.

Tale connotazione dell'attività e delle decisioni del Panel comporta anche che il successivo eventuale giudizio di fronte al Giudice Ordinario non abbia carattere impugnatorio rispetto alla decisione, ma riguardi direttamente i fatti portati anche all'attenzione del Panel. Da questo punto di vista si può notare una delle differenze applicative fondamentali con il Panel previsto dal UK Takeover Code: infatti, in quel contesto, è previsto un sistema giurisdizionale pressoché chiuso, con diversi gradi di giudizio.

Infine, è necessario analizzare quale sia l'esatto perimetro delle controversie che devono essere sottoposte al Panel come condizione di procedibilità. La clausola si riferisce al contenzioso relativo all'interpretazione ed all'esecuzione della stessa. Dovranno dunque essere sottoposte al Panel non solo tutte le questioni relative allo svolgimento dell'offerta, ma anche relative alla fase antecedente o successiva all'offerta. Per esempio, sarà soggetta alla preventiva analisi del Panel la questione relativa all'accertamento o meno da parte del c.d.a. del superamento della soglia rilevante.

Data la formulazione della clausola, è dubbio se, al fine di sindacare l'esercizio dei poteri di amministrazione dell'offerta del Panel, sia necessario sottoporre la questione preventivamente alla giurisdizione del Panel stesso. La questione perde almeno parte della sua *naïveté* qualora si consideri che il presidente del Panel ha la facoltà di assegnare la trattazione di una singola questione ad un solo membro del collegio e che, dunque, non sussiste per forza identità soggettiva fra il Panel "amministratore" ed il Panel "giudice". Inoltre, la preventiva sottoposizione della questione potrebbe permettere di rappresentare al Panel, in maniera più ampia, tutte le questioni e gli interessi rilevanti, con

---

<sup>190</sup> ID., (nt. 8), 734.

le garanzie del contraddittorio. Rimane tuttavia difficile immaginare che l'arbitratore possa serenamente giudicare rispetto alla propria determinazione, a prescindere dall'esatta composizione del Panel, collegiale o unipersonale.

8. *Conclusioni.* - L'analisi della disciplina ha permesso di trarre alcune conclusioni rispetto al particolare istituto dell'o.p.a. obbligatoria endosocietaria. Abbiamo affermato che, dal punto di vista politico, l'adozione dell'o.p.a. obbligatoria ha una valenza propriamente distributiva dei proventi della vendita del controllo societario. In particolare, si è notato come le categorie maggiormente interessate all'adozione della norma detenessero una posizione privilegiata nell'elaborazione della disciplina. Al tempo stesso, questa prospettiva permette di spiegare perché altre disposizioni relative alla disciplina dell'o.p.a. non siano state adottate, per quanto ciò fosse teoricamente possibile. Tuttavia, se la disciplina pare adeguatamente rispondere a queste esigenze in casi "normali", la sua efficacia e vincolatività rispetto ad operazioni elusive è inevitabilmente minata dalla sua origine e natura statutaria e dall'assenza di un'Autorità di vigilanza che disponga di poteri ispettivi e sanzionatori adeguati. Per di più, si è dimostrato che è improbabile che la disciplina delle offerte da parte del Panel possa avere lo stesso successo di quella del UK Takeover Panel: troppo differenti i contesti sociali, economici e culturali.

L'analisi del modello di clausola, inoltre, ha permesso di individuare vuoti di tutela, incongruenze e incertezze della disciplina a cui si può rimediare solo parzialmente in via interpretativa e che richiederebbero alcune modifiche del r.e. AIM. Tuttavia, pare sostanzialmente impossibile risolvere il potenziale problema di efficacia delle disposizioni in assenza della sussunzione sotto il cappello legislativo della disciplina dell'o.p.a. per le società ammesse all'AIM Italia. È però lecito dubitare che ciò possa avvenire, quanto meno nell'immediato futuro: ostano a tale estensione sia il generale rapporto fra sistema multilaterale di negoziazione ed Autorità di vigilanza, sia probabilmente la volontà dei soggetti interessati di non perdere il controllo dell'elaborazione e dell'implementazione della disciplina, oltre che di sopportare i maggiori costi che una disciplina completa comporterebbe.

**ABSTRACT:** *A causa della contrazione del credito bancario dovuta alla crisi e, da ultimo, dell'introduzione dei PIR, il sistema multilaterale di negoziazione AIM Italia è cresciuto esponenzialmente. Le società ammesse all'AIM sono sottoposte alla disciplina delle s.p.a. non quotate e ad esse non si applica l'o.p.a. obbligatoria. Tuttavia, a partire dal 2014, il regolamento emittenti dell'AIM Italia, emanato da Borsa Italiana, ha imposto agli emittenti, come condizione per l'ammissione alle negoziazioni, di inserire nello statuto una clausola che renda applicabile tramite rinvio una parte delle disposizioni relative all'o.p.a. obbligatoria, segnatamente gli artt. 106 e 109 t.u.f. Al tempo stesso, ha previsto la creazione di un collegio di Proibiviri, denominato Panel e modellato sul UK Takeover Panel, che intervenga nel processo di offerta come "autorità" e svolga le funzioni di "giudice" riguardo alle controversie che dovessero insorgere dall'applicazione della clausola.*

*Il paper si propone di analizzare questa disciplina, che non è stata ancora oggetto di attenzione da parte della dottrina. In primo luogo, si intende approcciare criticamente il processo di produzione della disposizione, per valutare gli interessi coinvolti e gli attori che hanno partecipato all'elaborazione della disposizione. In secondo luogo, l'articolo investiga le modalità e le debolezze dell'implementazione tramite contratto (regolamento emittenti di Borsa Italiana e statuti degli emittenti) di una disciplina legislativa. In terzo luogo, il paper affronta il tema dello svolgimento da parte di un collegio di Proibiviri delle funzioni dell'Autorità di vigilanza.*

*L'analisi condotta permette di affermare che l'introduzione della norma rappresenta l'esito di un conflitto distributivo fra i soci industriali e di controllo da un lato, e gli investitori di minoranza, in prevalenza fondi, dall'altro, risolto a vantaggio dei secondi, anche a causa delle posizioni occupate all'interno del comitato che ha redatto la disposizione. Tuttavia, la disciplina presenta un elevato grado di ambiguità ed alcune carenze rispetto al perimetro di "tutela" dell'o.p.a. obbligatoria legislativa, ed eventuali abusi o violazioni della norma sono difficilmente contrastabili con gli strumenti giuridici a disposizione degli azionisti di minoranza. Infine, nello specifico contesto italiano, e per come sono redatte le norme, difettano i presupposti materiali e politici affinché il Panel possa guadagnare l'autorevolezza del UK Takeover Panel. La disciplina indica dunque una regola generale ed una tendenza rispetto alla distribuzione dei proventi derivanti dalla "vendita del controllo", ma non è adeguata a prevenire e contrastare elusioni.*