

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 M. MUCCIARELLI

Le offerte pubbliche d'acquisto e le ambivalenze della proprietà azionaria

1. *Opa e misure difensive*

La disciplina delle misure difensive nei confronti di opa ostili è una delle questioni più dibattute nel moderno diritto societario.

Quando il controllo su una società passa di mano, è normale che il nuovo socio di maggioranza abbia progetti industriali diversi rispetto ai precedenti, progetti che potrebbero mettere a repentaglio posti di lavoro o contratti di fornitura in essere. Ovviamente, un simile esito non assolutamente scontato e ben potrebbe verificarsi il caso opposto, in cui una nuova 'proprietà' inietta nuova linfa e nuova energia in imprese malandate. Però è innegabile come, nel momento in cui viene lanciata l'offerta, i vari *stakeholder* siano posti di fronte a un incerto futuro, il cui esito non dipende da loro, ma solo dalle scelte individuali degli azionisti. In questo scenario sorge la domanda se lasciare agli amministratori attuali il potere discrezionale di ostacolare l'offerta ostile, considerando che essi saranno le prime vittime del cambio di controllo e che si trovano, quindi, in un indistricabile conflitto d'interessi.

Su un piano comparatistico, balza agli occhi come paesi che si trovano a un livello simile di sviluppo economico disciplinino questo tema in maniera molto diversa, talvolta diametralmente opposta, almeno a prima vista. Disciplinare le misure difensive, infatti, è cosa politicamente molto sensibile, in quanto si tratta di individuare il punto di equilibrio tra gli interessi di tutti gli stakeholder della società-bersaglio. Queste differenze di approccio da paese a paese disegnano fratture complesse, non sovrapponibili alle tradizionali classificazioni dei sistemi giuridici, per lo più basate sulla dicotomia tra idealtipi contrapposti (*civil law* v. *common law*, sistemi a capitale diffuso v. sistemi a capitale concentrato, economie di mercato liberali v. economie di mercato coordinate, e così via).¹ Che queste classificazioni abbiano una scarsa capacità euristica lo dimostrano Stati Uniti e Regno Unito entrambi sono sistemi economici che si fondano sul ruolo del mercato dei capitali, entrambi sono classificati come economie di mercato liberali, entrambi

¹ Per una ricognizione delle varie tassonomie: M. Siems *Comparative law*, Cambridge 2014, 72 – 96; la distinzione tra 'economie di mercato liberali' ed 'economie di mercato coordinate' affonda le radici nel dibattito sulle varietà di capitalismi, per cui si veda: *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, a cura di P. A. Hall, D. Soskice, Oxford, 2001; si veda anche K. Pistor *Legal Ground Rules in Coordinated and Liberal Market Economies*, in *Corporate Governance in Context: Corporations, States, and Markets in Europe, Japan, and the US*, a cura di Hopt, Wymeersch, Kanda, Baum, 2005, 249.

sono paesi di *common law*, ciononostante, tali paesi disciplinano i poteri degli amministratori delle società bersaglio in maniera opposta: mentre il Takeover Code londinese è chiaro nel disegnare un sistema in cui gli amministratori possono compiere misure difensive solo a seguito di autorizzazione assembleare, in base alla giurisprudenza del Delaware gli amministratori possono, almeno entro certi limiti, ostacolare tentativi di scalate ostili.²

2. Origine della *no frustration rule* nel diritto britannico

Come noto, tanto la Direttiva opa quanto il Testo Unico della Finanza italiano prevedono una regola alquanto restrittiva, in base alla quale operazioni che contrastino offerte pubbliche d'acquisto possono essere compiute solo dietro autorizzazione dell'assemblea dei soci. Questa regola di 'neutralità' deriva da principi analoghi presenti nel Takeover Code della borsa londinese, i quali a loro volta hanno origine nei principi di diritto societario del common law inglese. Per comprendere la 'regola di neutralità', quindi, è opportuno osservare il diritto britannico.

La Rule 21 del Takeover Code prevede che il *board* di una società le cui azioni sono oggetto di un'opa ostile non possa compiere alcuna azione che abbia come esito di frustrare l'offerta o di negare agli azionisti l'opportunità di vendere le proprie azioni (*take any action which may result in any offer or bona fide possible offer being frustrated or in shareholders being denied the opportunity to decide on its merits*), a meno che tale operazione non sia stata preventivamente autorizzata dall'assemblea dei soci. Unica eccezione è quella in cui gli amministratori cerchino offerte concorrenti, perché in tal caso essi perseguono gli interessi dei soci e nessun conflitto sussiste. Tralasciando per il momento questa eccezione, quel che salta agli occhi è come sia l'assemblea dei soci ad avere il potere di autorizzare qualsiasi operazione che possa ostacolare oggettivamente un'offerta, indipendentemente da quali fossero i propositi degli amministratori e persino se l'operazione con effetti difensivi aveva una sua propria funzione economica indipendente dall'opa.³

Questo divieto deriva da un principio generale sviluppato in common law, e poi codificata nel *Companies Act 2006*⁴, ossia la dottrina dei *proper purposes*.⁵ In estrema sintesi: gli amministratori, non possono esercitare i propri poteri e compiere atti di propria competenza per finalità 'non appropriate'. Il senso di questo principio risiede nella natura 'associativa' (in Italia diremmo 'contrattualista') del diritto societario inglese, per il quale i poteri degli amministratori promanano esclusivamente dal contratto sociale e dagli interessi dei soci. Per stabilire se una decisione è 'appropriata' (ossia entro i poteri degli amministratori e i loro scopi legittimi) la giurisprudenza ha elaborato un test in quattro fasi: (1) identificazione del potere esercitato dagli amministratori in un caso specifico; (2) identificare gli scopi per cui tale potere in astratto viene conferito agli amministratori; (3) identificare quali siano stati gli obiettivi sostanziali o principali (su questo si riscontra qualche fluttuazione); (4) stabilire se tali obiettivi in concreto rientrano in quelli astratti. In concreto, la giurisprudenza è univoca nel chiarire che gli amministratori non possono mai – nel senso che si tratta di scopi sempre 'inappropriati' – esercitare i loro poteri al fine di limitare due diritti fondamentali dei soci: quello di votare liberamente e quello di decidere se vendere o

² Una sintesi rinvio a F.M. Mucciarelli *Le offerte pubbliche d'acquisto*, Torino 2014, 93 ss. Si veda però M. Gatti, *The Power to Decide on Takeovers: Directors or Shareholders, What Difference Does it Make?*, 20 *Ford. J. Corp. & Fin. L.*, 2014, 73 (I due sistemi sono molto più simili di quanto appaia a prima vista poiché in Delaware gli azionisti hanno l'ultima parola attraverso le raccolte di deleghe).

³ P Davies, S Worthington, *Gower and Davies' Modern company law*, London 2017, 1035.

⁴ *Companies Act 2006* S. 171.

⁵ D. Kershaw, *The Illusion of Importance: reconsidering the UK's takeover Defence prohibition*, in *ICLQ* 2007, 267 (la Rule 21 del Takeover Code è superflua).

meno le proprie azioni.⁶ L'essenza dell'essere socio, quindi, si estrinseca nella libertà negativa di decidere se vendere o meno la proprietà delle azioni e, quindi, anche se aderire o meno a un'opa.

È evidente quanto la *no frustration rule* codificata nel Takeover Code debba alla *proper purpose doctrine*, tanto da sembrarne la specificazione, sia pure più rigida, in un caso concreto. Ed è altrettanto evidente come questa regola operativa tragga origine da una giustificazione meta-giuridica ed etica, per cui il potere degli amministratori deriva dai soci, cosicché i primi devono considerare la compagine azionaria come un 'prius' rispetto ai loro poteri e devono rispettare la distribuzione pre-esistente dei diritti proprietari. Si tratta, a ben vedere, di una manifestazione della filosofia che innerva la proprietà privata 'liberale', ossia quella per cui il mercato presuppone una data distribuzione della proprietà stessa – ossia della ricchezza – tra le persone.⁷ Alla stessa maniera, gli amministratori devono rispettare e non alterare la distribuzione della proprietà azionaria preesistente.

3. Giustificazioni della *no frustration rule*

Questa semplice giustificazione, la cui origine concettuale risale a John Locke⁸, non considera gli effetti redistributivi l'efficienza allocativa della regola di neutralità. In altri termini, affermare semplicemente che gli amministratori non debbano interferire con la scelta dei soci attuali se vendere le proprie azioni potrebbe non bastare a giustificare *sul piano sociale* la regola di neutralità stessa. Infatti, con eguale efficacia argomentativa potrebbe essere sostenuto – e viene sostenuto effettivamente, ad esempio in alcune sentenze del Delaware – che gli amministratori debbano essere autorizzati a ostacolare le offerte per proteggere gli stessi azionisti da scelte inefficienti basate sulla coazione razionale a vendere, oppure per proteggere i lavoratori della società che potrebbero perdere il posto, anche a seguito di delocalizzazioni produttive.

In soccorso della regola di neutralità giungono altre considerazioni di carattere meta-giuridico. La più rilevante, a mio avviso, è quella per cui il legame tra prezzo dell'azione e valore dell'impresa si fonda sull'ipotesi del mercato dei capitali efficiente. Si tratta di un'ipotesi empirica che riguarda essenzialmente la velocità di trasmissione delle informazioni sull'impresa al mercato e, quindi, la loro incorporazione nei prezzi delle azioni. Secondo la versione che pare essere supportata da evidenze empiriche maggiormente robuste (versione 'semi-forte'), il prezzo delle azioni incorpora le informazioni rese pubbliche dalla società, ma non quelle segrete. Di conseguenza, il prezzo in qualche modo riflette il valore sottostante dell'impresa, sia pure limitatamente alle informazioni pubbliche.⁹ Sul piano regolamentare, la conseguenza è che il legislatore dovrebbe prevedere regole che rendano la società il più trasparente possibile, in modo da far sì che il prezzo delle azioni si allinei al valore dell'impresa. In questo contesto, il maggior prezzo pagato dall'offerente dovrebbe trarre origine da reali miglioramenti produttivi; pertanto gli amministratori devono lasciar fare al mercato, il quale – se la trasparenza è adeguata e i prezzi, quindi, significativi – è in grado di allocare i diritti di proprietà sulle imprese (le azioni) al soggetto che meglio le valorizzerà.

A questa conclusione, però, è spesso sottesa anche una giustificazione assiologica, ossia il criterio del 'singolo proprietario': la soluzione 'giusta' è quella a seguito della quale gli azionisti sono in condizione di decidere se aderire o meno a un'opa esattamente come farebbe il proprietario di

⁶ *Hogg v. Cramphorn* [1967] 3 AER 420; *Howard Smith v. Ampol Petroleum Ltd* [1974] AC 821 (Privy Council); *Madoff Securities International Ltd v. Raven et al.* [2013] EWHC 3147 (comm).

⁷ J. Christman, *The myth of property* (OUP 1993) 126.

⁸ J. Locke, *Second Treatise on Government*, capitolo 27.

⁹ Brealey – Myers - Allen, *Principles of corporate finance*, 9 ed., 359 – 360

un'impresa individuale.¹⁰ L'assunto è che il titolare di impresa individuale, proprietario unico della relativa azienda (usando il lessico del codice civile italiano), sia indotto a cederla solo se il prezzo è vantaggioso, ossia se la utilità che ottiene dall'esercizio dell'impresa è inferiore al prezzo stesso. E potrà essere vantaggioso solo se l'acquirente pensa di ottenere da tale impresa un'utilità superiore al prezzo pagato. Di conseguenza, l'allocazione della proprietà sui mezzi di produzione è 'efficiente', con vantaggio per la collettività intera. Implicitamente, questa conclusione si fonda sull'assunto per cui in questo caso nessun danno potrà derivare per la collettività e, segnatamente, per altri stakeholder tra cui i lavoratori.

4. Società e azioni

Queste giustificazioni, però, sono innervate da alcune aporie, per cogliere le quali dobbiamo spostare l'attenzione sulla natura del bene oggetto dell'opa, ossia le azioni, e quindi sulla natura delle società per azioni.

Le società per azioni – in qualsiasi ordinamento – si presentano come la combinazione di due ideal-tipi: il modello associativo, in cui i soci sono membri di un gruppo che nasce da un loro accordo o contratto, e il modello finanziario, in cui gli azionisti sono proprietari individualmente di uno strumento finanziario e meri investitori. Il modello finanziario nasce con le Compagnie delle Indie, cui il Sovrano concedeva unilateralmente la personalità giuridica; in base a tale 'charter' venivano emessi titoli finanziari, ma i sottoscrittori non erano realmente partecipi di alcuna intrapresa comune.¹¹ Viceversa, il modello associativo esprime la visione opposta, per la quale gli azionisti siano membri di un gruppo associativo organizzato e condividano attività e rischi nascenti da tale contratto.

Tornando all'analisi della *proper purpose doctrine*, è evidente come questa dottrina rifletta l'ibridazione dei due modelli. I due elementi essenziali e intangibili dell'essere soci sono il diritto di votare (modello associativo) e il diritto di vendere le azioni (concezione finanziaria). Ancora, a livello di sovrastrutture concettuali e linguistiche, è interessante notare come in molti sistemi giuridici europei venga usato un termine unico che racchiude tutti i gruppi associativi sorti per finalità normalmente economiche, ossia in italiano il genus comune 'società' di cui le società di persone e le società di capitali sono presentate come sotto-tipi.¹² Viceversa, in inglese non esiste un simile concetto di vertice unitario e i due sotto-tipi sono classificati in maniera autonoma, come *partnerships* o *companies*. Ciononostante, occorre notare come il diritto inglese abbia elaborato questa distinzione solo nel XIX secolo e che anche nelle moderne companies inglesi si manifestano principi che trovano origine, sia pure attraverso un lungo viaggio, nelle logiche dalla *partnership* e nella visione per cui i soci non sono solo investitori in un titolo azionario, ma membri di una comune intrapresa.¹³

E difatti, questa natura ancipite delle società per azioni è stata il cruccio dei filosofi morali e dei giuristi che per primi osservarono la nuova realtà. Ad esempio, Adam Smith, osservando le prime società che garantivano ai soci la responsabilità limitata, criticò con forza tale nuovo

¹⁰ L.A. Bebchuk, *The sole owner standard for takeover policy*, in 17 *Journal of legal studies*, 1988, 197, 201 ss.; Id. *Efficient and inefficient sales of control*, in *Quarterly journal of economics*, 1994, 957 ss.

¹¹ K. Lehmann, *Die geschichtliche Entwicklung des Aktienrechts bis zum Code de Commerce*, Berlin, 1895, 57 – 60; R. Wiethölter, *Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im amerikanischen und deutschen Recht*, Karlsruhe, 1961, 53 ss.

¹² N Foster, *Company Law Theory in Comparative Perspective: England and France* in 48 *American Journal of Comparative Law*, 2000, 573.

¹³ L. Talbot *Critical Company Law*², London, 2015, 15.

fenomeno, sulla base dell'assunto per cui la legittimazione morale del profitto risieda nel rischio d'impresa.¹⁴ Ai fini della nostra riflessione sono molto più utili le analisi di due grandi giuristi del diciannovesimo secolo: Savigny e Gierke. Il primo sostenne, che le società anonime siano sul piano esterno un soggetto indipendente che esercita l'attività d'impresa e, sul piano interno dei rapporti patrimoniali, una forma modificata di quel peculiare tipo di comproprietà (la *Gesamthand* secondo il diritto tradizionale tedesco) che sta alla base delle società di diritto civile tedesco.¹⁵ Quest'analisi cercava di ricondurre la nuova realtà a concetti noti (la società di persone). Fu Gierke, invece, a svelare le ambivalenze della società anonima, distinguendo tra, da un lato, il rapporto proprietario tra soci e azioni e, dall'altro, il rapporto patrimoniale interno tra socio e patrimonio sociale.¹⁶ Simili problemi e riflessioni attraversavano anche il dibattito britannico coevo. Le prime *joint stock companies*, infatti, si presentavano come sottospecie di *partnerships*, tanto da indurre il legislatore e i giudici a usare sul piano lessicale la terza persona plurale nel riferirsi alle società, come se fossero un insieme di persone, non un nuovo ente.¹⁷ Il percorso di autonomizzazione della società dai soci si conclude nella seconda metà del XIX secolo, quando il legislatore¹⁸ e la giurisprudenza¹⁹ accettano la scissione piena tra persona giuridica (titolare dell'impresa) e soci (proprietari delle azioni).

Queste riflessioni lasciano trasparire quale sia il problema, lo sistematizzano, ma in fondo non lo spiegano. A tal fine è più utile intraprendere un'analisi funzionale e sociale sulle azioni e sul rapporto tra l'azionista e l'impresa gestita dalla società.

5. *La funzione sociale delle azioni*

Come abbiamo visto in precedenza, le società anonime contemporanee si sviluppano nel corso del diciannovesimo secolo in tutti i paesi europei quasi contemporaneamente. Le loro caratteristiche sono essenzialmente due: responsabilità limitata dei soci e incorporazione della partecipazione in titoli atti a circolare (azioni). Sul piano sistematico, entrambe le caratteristiche vengono descritte come conseguenza della distinta personalità giuridica della società rispetto ai soci. Questi elementi essenziali sono già stati oggetto di disamine accurate e non molto si può aggiungere.

Meno indagata è la funzione sociale e politica del nuovo strumento. Sul piano economico, la nuova forma giuridica nasce durante la lunga depressione della seconda metà del diciannovesimo secolo, ossia un'epoca di crisi profonda e di profitti calanti.²⁰ Sul piano sociale, la nuova forma associativa svolgeva una funzione ben precisa: consentire la cooperazione tra vari segmenti della nascente borghesia, vale a dire tra capitalisti industriali e *rentier*, proteggendoli al contempo dalle avversità economiche. Mentre i primi miravano a gestire l'impresa, i secondi investivano il loro surplus – spesso derivante da possedimenti terrieri – per ottenere una rendita, sotto forma di dividendo. In questo, la società anonima non pare differire dalle varie forme di 'commenda' sorte nel tardo medioevo e nella prima età moderna per garantire la cooperazione economica di

¹⁴ A. Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Penguin, London, 1999 (1^a ed. 1776) 134.

¹⁵ F. K. von Savigny, *Das Obligationenrecht*, vol. 2, Veit&Co, Berlin, 1853, 113, fl.

¹⁶ O. von Gierke, *Die Genossenschaftstheorie und die deutsche Rechtsprechung*, Berlin, 1887, 240 ss.

¹⁷ P. Ireland, *Capitalism without capitalists: The joint stock company shares and the emergence of the modern doctrine of the separate corporate personality*, 17 *Journal of Legal History*, 1996, 46.

¹⁸ Companies Act 1862 S. 6.

¹⁹ *Salomon v A Salomon & Co Ltd* [1897] AC 22 (House of Lords)

²⁰ E. Hobsbawm, *The Age of Empire (1875–1914)*, New York, 1989, 35 – 36.

possidenti e armatori.²¹ Per cogliere la differenza tra le due figure occorre porre mente al fatto che, mentre l'accomandante e l'accomandatario non vengono posti sullo stesso piano, nelle società anonime il capitalista industriale e il rentier sono proprietari esattamente del medesimo tipo di titolo, ossia di 'azioni'.

Ovviamente, la composizione sociale delle moderne società per azioni, soprattutto delle grandi società quotate in mercati internazionali, è molto più articolata. In particolare, negli ultimi anni in molti mercati finanziari avanzati le partecipazioni azionarie sono sempre più detenute da *asset manager* sulla base di scelte di portafoglio.²² Eppure, a ben vedere, è ancora vero che esistono azionisti interessati al valore dell'impresa sul medio-lungo periodo ed azionisti interessati al dividendo sul breve periodo o al mero capital gain, siano essi investitori istituzionali, gestori di fondi o di patrimoni individuali oppure semplici azionisti di minoranza.²³ E le società per azioni sono ancora finalizzate a garantire la cooperazione tra classi diverse di potenziali investitori – e la questione fondamentale quindi è stabilire quale tra esse sia predominante nella società e nell'economia in un dato momento storico. Se ci riferiamo, infatti, alle grandi società con azionariato perfettamente disperso – modello raro nell'Europa continentale – in cui si realizza pienamente la dissociazione tra proprietà e controllo teorizzata da Bearle e Means quasi un secolo fa, tutti gli azionisti sono solo 'monetari', ossia interessati solo al dividendo e al capital gain. La realtà, ovviamente, è più articolata e in larga parte del mondo le società quotate rivelano una compagine azionaria composita, in cui talvolta convivono soci di maggioranza e soci con partecipazioni di minoranza e orizzonti temporali d'investimento molto differenziati.

Qualunque sia la composizione proprietaria sottostante, però, un dato è evidente: è l'azione a rendere possibile la cooperazione tra tutti questi diversi tipi d'investitori e tra diversi gruppi sociali o segmenti della medesima classe sociale. Una 'azione', infatti, è un bene che può essere oggetto di proprietà o di altri diritti reali così come qualsiasi altro bene mobile. Tutti gli azionisti, qualunque siano i loro interessi e gli orizzonti d'investimento, sono proprietari del medesimo bene – sia pure in quantità diverse. Il capitale diviene un bene, una res, oggetto di proprietà: viene reificato. Questa costruzione legale ha anche la funzione di vincolare il capitale investito nell'impresa sociale, poiché gli azionisti non possono ritirare la loro partecipazione; allo stesso tempo, la reificazione del capitale consente agli azionisti di liquidare il loro investimento vendendo le azioni sul mercato.²⁴

Ma è guardando oltre al velo delle forme giuridiche che si può notare l'effetto sociale di questa innovazione. Le relazioni sociali tra i soggetti che investono nel capitale di una società vengono trasformate in una identica relazione giuridica, ossia la proprietà sul medesimo bene (l'azione). L'invenzione delle azioni svolge, quindi, un ruolo sottile e ideologico: essa oblitera dal discorso pubblico e da quello di giuristi ed economisti qualsivoglia relazione tra gli attori sociali che investono in capitale azionario. Tale investimento, quindi, viene depoliticizzato, neutralizzato. Tutti gli investitori sono proprietari del medesimo tipo di bene (le azioni) e quindi è facile giustificare l'idea che essi abbiano i medesimi interessi, o interessi che possano trovare un minimo comun denominatore; di conseguenza, le relazioni sociali e i possibili conflitti d'interessi tra gruppi di investitori diversi scompaiono dal discorso economico e giuridico.

²¹ A. Legnani Annichini, *Verso la responsabilità limitata. Un percorso storico*, in *Riv. Trim. Dir. Proc. Civ.*, 2016, 1258 – 1259.

²² Si veda P Lysandrou, D Stoyanova, *The Anachronism of the Voice-Exit Paradigm: institutional investors and corporate governance in the UK*, in 15 *Corporate Governance*, 2007, 1070 ss.

²³ L. Stout, *The shareholder value myth*, San Francisco, 2012, 86 ss.

²⁴ M. Blair, *Locking in capital: What corporate law achieved for business organizers in the nineteenth Century*, 51 *UCLA l. rev.*, 2003, 404 ss.

Ma la realtà talvolta riemerge, perché l'azionista *rentier* (ad esempio l'asset manager con un portafoglio diversificato) se posto di fronte ad un'opa sarà sempre disposto a vendere le azioni ad un prezzo più alto del prezzo di mercato attuale, senza considerare affatto le prospettive di lungo periodo della società, né gli interessi di altri *stakeholder*.

6. *Il mercato dei capitali e la titolarità delle imprese*

Torniamo ora alle offerte pubbliche d'acquisto. Da un lato, come abbiamo visto in precedenza, un'opa è composta da una moltitudine di contratti di compravendita tra ciascun azionista e l'offerente; dall'altro, il successo di un'opa ha un impatto sull'impresa in quanto tale, perché ne muteranno gli orientamenti produttivi o le scelte economiche. Come abbiamo visto, il diritto italiano, sulla base dell'esempio britannico, prescrive agli amministratori di restare inerti, a meno che non ottengano una esplicita autorizzazione da parte dell'assemblea. Questa regola di 'neutralità' viene giustificata anche sul piano dell'efficienza allocativa. Tutte le teorie che tentano di fornire una qualche giustificazione fondata sull'interesse generale (la superiorità allocativa del modello di mercato) cercano di fare da ponte tra, da un lato, una molteplicità di scelte individuali dei singoli azionisti e, dall'altro, l'interesse della collettività all'allocazione ottimale della proprietà sulle imprese stesse.

Queste giustificazioni possono essere comprese considerando la natura ancipite dell'azione. L'azione, come abbiamo visto, è la forma reificata del capitale, atta a consentirne la concentrazione e, al contempo, la liquidabilità. Se prendiamo sul serio la personalità giuridica della società e la funzione delle azioni non dovrebbe sussistere alcuna relazione tra l'azionista e l'impresa: l'azionista è 'solo' il proprietario di un certo bene (le azioni), mentre altro è la società e l'impresa da essa gestita. Le giustificazioni principali della regola di neutralità, invece, riconducono la proprietà dell'impresa indirettamente alla proprietà azionaria, quasi come se le azioni fossero un mero filtro trasparente tra l'azionista e l'impresa.

Qualsivoglia ragionamento finalizzato a garantire la allocazione efficiente delle azioni – pur apprezzabile nelle sue finalità – si fonda su un equivoco, perché tratta la proprietà delle azioni per quello che non è, ossia una forma di contitolarità dell'impresa. Ma la storia e la natura della s.p.a., come abbiamo visto in precedenza, smentiscono quest'idea. D'altro canto, questo equivoco svela la realtà sottesa alla proprietà azionaria e alle offerte per ottenere tale proprietà: ossia che quel che è in gioco è proprio il dominio sull'impresa, a dispetto della forma assunta dalla proprietà del capitale in un dato momento storico (ossia le azioni). Di conseguenza, le offerte pubbliche d'acquisto possono essere affrontate proprio partendo da questa realtà sottostante, come l'operazione con cui un soggetto industriale cerca di ottenere il controllo su altra impresa (ossia: sui relativi mezzi di produzione) in un contesto di proprietà azionaria diffusa. Da questa considerazione generale si possono trarre alcune riflessioni e, forse, un nuovo programma di ricerca, che proverò a schematizzare sinteticamente.

a) Gli amministratori della società oggetto dell'opa si trovano di fronte alla stessa contraddizione intrinseca alle azioni. Il loro dovere principale – tralasciando la questione degli interessi di altri stakeholder – sarebbe quello di massimizzare il valore dell'impresa e il dividendo dei soci (considerando questi ultimi il riflesso della prima e tralasciando la questione dell'orizzonte temporale dell'investimento). In base alla regola di neutralità, peraltro, gli amministratori devono restare inerti e non ostacolare l'offerta (a meno che non siano esplicitamente autorizzati a tal fine). Quel che gli amministratori stanno massimizzando, però, non è il valore dell'impresa, ma il guadagno di chi dalla società sta uscendo perché vende le proprie azioni. Per quanto paradossale, la regola di neutralità potrebbe sottilmente porsi in posizione distonica rispetto ai doveri generali degli amministratori, che si riferiscono alla posizione dei soci 'come soci' oppure, al limite, a un superiore interesse generale dell'impresa inteso come equilibrio con interessi di altri *stakeholder*. Quel che emerge è il conflitto tra l'azione come bene oggetto di proprietà individuale e l'azione

intesa come strumento per ottenere il comando su un'impresa e, quindi, tra meri investitori e azionisti-imprenditori. La regola di neutralità definisce un punto di equilibrio tra questi due gruppi sociali a tutto vantaggio dei primi, ossia degli attori meramente finanziari dell'economia.

b) Le giustificazioni della regola di neutralità, in particolare la tesi del 'sole owner', obliterano dal discorso le economie individuali degli azionisti destinatari dell'offerta e, quindi, le loro motivazioni soggettive reali. Tali economie individuali potrebbero indurre ad agire per ragioni perfettamente razionali, ma non per questo ottimali dal punto di vista dell'allocazione delle risorse.²⁵ Si pensi all'ipotesi in cui gli azionisti si trovino di fronte a un rovescio economico personale, che ne muta la funzione di utilità e il prezzo di riserva. Essi saranno indotti a vendere a prezzi più bassi del valore reale del complesso produttivo, indipendentemente dal fatto che il nuovo proprietario sia davvero il soggetto che meglio valorizzerà i fattori produttivi.

c) Inoltre, queste giustificazioni risultano contraddittorie rispetto al loro stesso obiettivo di fondo di convincere che il mercato del controllo sia in grado di allocare le risorse al soggetto che meglio le valorizzerà. La ragione è che il soggetto che emerge vincitore nel 'gioco dell'opa' è solo quello che, avendone le risorse in quel momento storico, ha lanciato l'offerta risultata vincente; egli, però, non è necessariamente il soggetto che, *tra tutti i cittadini*, sarebbe in grado di meglio valorizzare l'impresa. In altri termini, il non detto di queste teorie è appunto il fatto che, pur intendendo giustificare la regola di neutralità sul piano dell'efficienza allocativa, esse assumono come un *primum* la distribuzione della proprietà e della ricchezza preesistente all'opa. Una volta svelato questo presupposto, la loro capacità persuasiva scema notevolmente, perché benissimo si potrebbe ipotizzare che sia maggiormente efficiente l'azione di un Leviatano onnisciente – altrettanto ipotetico del 'sole owner' – che attribuisce il controllo sui mezzi di produzione alle persone più adatte indipendentemente dalla loro ricchezza pregressa. Nessuna delle due ipotesi della ragione ha più legittimità dell'altra. L'ipotesi del Leviatano onnisciente, peraltro, rivela un aspetto cruciale, ossia che la sfera del mercato, nel nostro caso del mercato dei capitali, non può essere tenuta separata dalle scelte sociali e, in ultima istanza, dalle scelte di politica industriale.²⁶

²⁵ R. Markovits, *Legal Analysis and the Economic Analysis of Allocative Efficiency*, 8 *Hofstra Law Rev.*, 1980, 811.

²⁶ K. Polany, *The great transformation: the political and economic origins of our time*, Boston, 2001 (1a ed. 1944) 76. Sulla funzione di politica industriale del diritto societario si veda anche B. Grossfeld, *Aktiengesellschaft, Unternehmenskonzentration und Kleinaktionär*, Tübingen 1968.