

Marco Lamandini

**LEGIFERARE "PER ILLUSIONE OTTICA"?
OPA E RECIPROCIÀ "ITALIANA"**

Estratto



Milano • Giuffrè Editore

Legiferare “per illusione ottica”? OPA e reciprocità “italiana”

1. Il d. lgs. 19 novembre 2007 n. 229, di recepimento della direttiva 2004/25/CE del 21 aprile 2004 in materia di offerte pubbliche di acquisto introduce, all'art. 2, 5° comma, il nuovo art. 104-*ter* e con essa la clausola di reciprocità, in forza della quale le disposizioni di cui agli artt. 104 e 104-*bis*, 2° e 3° comma (la regola di passività e quella di neutralizzazione) non si applicano alle società emittenti italiane in caso di offerta pubblica promossa da chi non sia soggetto a tali disposizioni ovvero a disposizioni equivalenti ovvero da una società o ente da questi controllata.

2. La nuova disposizione solleva, come è noto, una serie di questioni interpretative; ciò che tuttavia occorre chiedersi preliminarmente è se il legislatore italiano potesse introdurre la clausola di reciprocità nei termini prescelti e se, di conseguenza, tale disposizione sia comunitariamente legittima. Ove infatti dovesse concludersi, come a me pare possibile, che ciò non potesse avvenire, la clausola di reciprocità risulterebbe una misura difensiva solo apparente per le società italiane: “un'illusione ottica”, dunque. E, parallelamente, per gli offerenti stranieri che non siano non contendibili in termini equivalenti a quelli imposti dal legislatore italiano per gli emittenti italiani essa sarebbe un bastione meramente apparente, destinato ad “evaporare” per disapplicazione alla prima occasione di contesa ostile del controllo (beninteso, all'esito di un procedimento contenzioso in cui un giudice nazionale, se del caso previa remissione alla Corte di giustizia, avesse ad affermare la necessità della disapplicazione) ovvero a seguito di una eventuale procedura di infrazione promossa dalla Commissione.

3. La ragione per la quale a me pare che la disposizione italiana sia in sospetto di illegittimità comunitaria dipende dal fatto che la direttiva 2004/25/CE ha bensì previsto all'art. 12, paragrafo 3, la clausola di reciprocità, ma ciò ha fatto unicamente nel quadro del medesimo art. 12, dedicato ai c.d. accordi opzionali e dunque nel quadro di una disposizione che non contempla l'ipotesi del legislatore nazionale che abbia reso obbligatori gli articoli 9 e 11 della direttiva ma disciplina proprio il caso oppo-

sto. Pur utilizzando una formula per nulla perspicua e come tale idonea ad indurre il lettore nell'impressione che la reciprocità possa essere opposta non solo dalle società obiettivo che abbiamo adottato le regole di passività e di neutralizzazione per via di opzione statutaria ma anche dalle società che siano rette da una legge nazionale che adotta come obbligatorie tali regole scegliendo di non avvalersi della facoltà di “*opt out*” di cui all'art. 12, paragrafo 1, la direttiva (l'art. 12, paragrafo 3, si riferisce infatti testualmente “*alle società che applicano l'articolo 9, paragrafi 2 e 3 e/o l'articolo 11*” senza ulteriori specificazioni), ad un più attento esame, la direttiva sembra aver compiuto una diversa scelta di politica legislativa. Quella cioè di riservare la reciprocità alle sole società che, rette da diritti nazionali che abbiano esercitato “il diritto di non esigere che le società con sede sociali nel loro territorio applichino l'art. 9, paragrafi 2 e 3 e/o l'art. 11”, ciò non di meno, per via statutaria, abbiano esercitato la facoltà di applicarli ai sensi dell'art. 12, paragrafo 2. Ciò avviene, come è evidente, per offrire un incentivo a tali società ad assumere le scelte statutarie più conformi alle aspirazioni di politica legislativa proprie della direttiva pur in un contesto nazionale che abbia deviato dal paradigma comunitario (pur non vincolante). Non che mancasse, mi pare, l'opportunità di prevedere (come inutilmente in sede istituzionale comunitaria suggerii allora si prevedesse) un parallelo incentivo anche rispetto alle scelte dei legislatori nazionali più liberali, in modo da evitare — per quanto possibile — un generalizzato ricorso allo “*opt out*” di cui all'art. 12, paragrafo 1 (come puntualmente è avvenuto): la scelta legislativa sembra essere stata tuttavia, seppur incoerentemente (ma forse senza per ciò tradursi in una irragionevole discriminazione), diversa e, come detto, tale da riservare lo strumento della reciprocità solo alle società che per scelta statutaria (e dunque mediante il regime opzionale) avessero adottato le misure facilitative della contendibilità del controllo in un contesto normativo nazionale contrassegnato dalla deroga legislativa agli articoli 9 e/o 11.

4. Di ciò si ha conferma testuale, mi pare, nel considerando 21 della direttiva, in cui si legge che: “Fatti salvi gli accordi internazionali di cui la Comunità Europea è parte contraente, agli Stati Membri dovrebbe essere consentito di non obbligare le società *che applicano queste disposizioni conformemente agli accordi opzionali* ad applicarle quando sono oggetto di un'offerta lanciata da una società che non applica le stesse disposizioni in conseguenza del fatto che si avvale di questi accordi opzionali” (il testo inglese — che merita ricordare giacché la direttiva è stata pensata e originariamente redatta in questa lingua — usa l'espressione “*companies which apply those provisions in accordance with the optional arrangements to apply them*”). Il considerando, nell'evocare le società che applicano le regole di passività e neutralizzazione “conformemente agli accordi

opzionali” sembra dunque limitare l’ampiezza della regola di reciprocità alle sole società di cui all’art. 12, paragrafo 2 (le società che applicano i detti articoli per scelta legislativa non sono retti, infatti, dagli accordi opzionali); e la precisazione del considerando sembra rilevante ai fini dell’interpretazione di quanto si legge al paragrafo 3 del medesimo articolo, anche perché, pur essendo vero che la lettera di tale paragrafo non distingue tra società che applicano gli articoli 9 e 11 per scelta legislativa o per scelta statutaria (l’art. 12, paragrafo 3 non ripete, in altri termini la precisazione del considerando 21), il “silenzio” dell’art. 12, paragrafo 3, si può spiegare in relazione al fatto che, come si è detto, tale previsione è inserita in un articolo dedicato ai soli accordi opzionali, di modo che la regola — per la sua stessa collocazione sistematica — potrebbe doversi riferire esclusivamente alle società che si avvalgano degli accordi opzionali e dunque non siano tenute al rispetto degli artt. 9 e 11 per scelta del legislatore nazionale.

5. D’altronde, che questa sia stata, per quanto concettualmente incongrua, l’intenzione storica del legislatore comunitario risulta confermato, mi pare, dall’esame dei lavori preparatori. La clausola di reciprocità veniva infatti inserita per la prima volta nel testo della proposta di direttiva all’indomani del Consiglio del 19 maggio 2003, in modo da integrare il precedente testo del 7 maggio 2003 n. 8845/03 che aveva, a sua volta, ampliato la regola di neutralizzazione prevista nella proposta originaria della Commissione sì da ricomprendervi anche i voti multipli. Al fine di superare gli ostacoli politici che venivano frapposti da taluni Stati all’approvazione di una direttiva recante una clausola di neutralizzazione di più estesa portata, il rappresentante del governo portoghese proponeva (formalmente il 2 giugno 2003) il principio di reciprocità, seppur con formula sensibilmente diversa da quella poi adottata dall’art. 12 della direttiva. L’art. 11-A del c.d. “compromesso portoghese” prevedeva testualmente, infatti, al paragrafo 1 che “Member States may require application of both or any of articles 9 and 11 to all companies having registered offices in their territory. *In that case, the articles whose application is required remain applicable in all cases to an offeree submitted to their regime, even if they are not applicable to the offeror*”. La relazione illustrativa alla proposta portoghese specificava, coerentemente, che: “The second sentence deals with the problem of reciprocity, which is assumed as a general principle presiding over relations between offerors and offerees *when a regime is not imposed (by Member States) on one of them*” (...). “Therefore in a take-over scenario, the following possibilities may occur: 1) *Member States impose articles 9 and/or 11: the offeree is submitted to its regime in all cases, even if both or any of articles 9 and 11 are not applicable to the offeror*”. Analogo principio era seguito, seppur con diversa

formula letterale, nel primo “revised draft report” del 3 settembre 2003 del relatore on. Lehne al Parlamento europeo (PE327.239/rev). Il testo dell’attuale art. 12, paragrafo 3, veniva infine preposto durante la presidenza italiana il 31 ottobre 2003 e veniva adottato dal Consiglio il 27 novembre 2003 e in pari data dal Parlamento con gli emendamenti Lehne (PE327.239/1-30). In tale ultima versione cadeva l’originario paragrafo 1 dell’art. 11/A dell’iniziale proposta portoghese e dunque cadeva ogni espresso riferimento al caso in cui gli Stati Membri avessero rese obbligatorie le disposizioni degli articoli 9 e 11; veniva tuttavia adottato al tempo stesso un considerando (il 18/b, destinato poi a divenire il considerando 21), in cui si chiariva significato e ambito di applicazione della clausola di reciprocità secondo quanto più sopra indicato.

6. La reciprocità italiana rischia dunque di dissolversi come un mero “miraggio” di misura difensiva. Resta da chiedersi se, chiaramente fallito, allo stato, il disegno europeo della creazione di un *level playing field* per la contesa del controllo, sia tuttavia saggio che il nostro legislatore si affidi, su una questione di tale rilevanza strategica (e tanto più strategica solo che si tenga conto dei processi di consolidamento e ristrutturazione industriale in atto e del odierno operare di mercati finanziari sempre più integrati e al tempo stesso crescentemente dipendenti da enormi masse di liquidità gestite dalla politica e/o per finalità politiche di altre comunità nazionali), a mere “illusioni ottiche” o se viceversa non sia opportuno che esso proceda ad una più chiara, e al tempo stesso, netta presa di posizione. Si tratta, ovviamente, di un’aggiudicazione d’interessi difficile, chiamata a mediare tra interessi di breve periodo e interessi di medio e lungo periodo in uno scenario di mercato e geopolitico di difficile lettura prospettica. A me pare, tuttavia, che meglio forse varrebbe rinunciare comunque alla reciprocità, introducendo tuttavia — per i soli settori di effettiva rilevanza strategica per l’interesse nazionale — più chiari, trasparenti e al tempo stesso efficaci presidi dell’interesse della comunità nazionale, beninteso nei limiti e con il rispetto delle procedure imposte, anzitutto, dall’art. 21 del regolamento 139/2004 e dalla disciplina comunitaria sulla libera circolazione dei capitali nonché dagli obblighi internazionali cui l’Italia è soggetta. In difetto di simili tempestivi interventi (di cui l’art. 25 della legge 10 ottobre 1990 n. 287 rappresentò un’anticipazione che rimase tuttavia senza attuazione), che avverrà se un fondo sovrano lancia un’OPA ostile su Intesa San Paolo o Unicredit, su Generali, su ENEL o, con riguardo ad interessi più locali, su AEM?

MARCO LAMANDINI