

Marco Lamandini

**L'OPA NEL QUADRO
DEGLI STRUMENTI
PER IL CONSOLIDAMENTO
TRANSFRONTALIERO
DELL'INDUSTRIA EUROPEA**

Estratto

MARCO LAMANDINI *

L'OPA nel quadro degli strumenti per il consolidamento transfrontaliero dell'industria europea **

SOMMARIO: 1. Una stagione di riforme. — 2. Una prospettiva europea. — 3. Quale futuro oltre l'OPA?

1. La legge n. 149/1992, che oggi celebriamo, costituì un tassello importante della modernizzazione del diritto del mercato finanziario italiano ed esprimeva già allora opzioni di *policy* orientate a promuovere non solo la trasparenza di mercato e la tutela degli investitori ma anche il mercato del controllo societario; finalità, quest'ultima, che si venne poi a consolidare ulteriormente con non meno coraggiose e lungimiranti previsioni della legge sulle privatizzazioni e poi con la mirabile opera di riordino sistematico operata con il testo unico della finanza.

Fu una stagione di grandi riforme, assai ispirata dalla visione del Presidente Draghi, allora direttore generale del Tesoro, che io vissi di riflesso in quanto potevo leggere nell'esperienza in prima persona del prof. Costi, e che ha lasciato in me insegnamenti fondamentali di metodo e di visione.

Quelle norme italiane costituirono un importante paradigma di riferimento, dieci anni dopo, nel corso della difficile gestazione finale della direttiva OPA 2004/25/CE, all'indomani del c.d. Rapporto Winter, allorché si affrontò su scala euro-unitaria la questione del se e in che misura — oltre alle *golden shares* (così, ancora le chiamavamo) che erano sottoposte a rigoroso e severo vaglio dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia — anche barriere tecniche di diritto societario si opponessero al mercato del controllo societario su scala

(*) Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Alma Mater Studiorum - Università di Bologna.

(**) Il presente testo è la relazione, comprensiva di note, al convegno tenutosi presso il Senato della Repubblica in data 11 marzo 2022 intitolato "Trent'anni di OPA".

europea (e oltre, quantomeno su base transatlantica) e in che misura andassero affrontate dalla direttiva OPA, con previsioni specifiche che trascendessero la trasparenza di mercato e la tutela degli investitori, al fine di assicurare le condizioni per un consolidamento transfrontaliero dell'industria europea ispirato al principio della parità delle armi. Parità delle armi almeno sul piano giuridico, atteso che sul piano economico era a tutti evidente che il processo di consolidamento inevitabilmente portava le grandi imprese aventi stato di origine in una delle economie più grandi ad espandersi nelle economie più piccole più di quanto non fosse vero il contrario.

Nel presentare esattamente 20 anni fa il parere degli esperti commissionato dal Parlamento Europeo a me parve di dover concludere — in linea con la posizione espressa allora anche da Guido Rossi nel contesto del Gruppo Winter istituito dalla Commissione Europea e poi fatta propria dal Comitato affari giuridici del Parlamento Europeo (presieduto allora da un amico tedesco, influente e colto, come Klaus Lehne) — che una varietà di strumenti del diritto societario (dai patti parasociali ai voti multipli, alle strutture piramidali) costituissero effettivamente un fattore di rallentamento e di condizionamento del processo di consolidamento industriale pan-europeo e che, di conseguenza, ove uno degli obiettivi di politica del diritto perseguiti fosse stato quello di promuovere il mercato del controllo societario su scala europea — non tanto o comunque non solo per ragioni per così dire micro-economiche di efficienza della *governance* (come una letteratura tradizionale suggeriva) ma anche e forse soprattutto per ragioni di politica industriale di tipo per così dire macro-economico, in modo cioè che l'impresa assumesse sempre più una dimensione pan-europea e operasse di conseguenza sull'intero mercato interno come se si trattasse di un unico mercato domestico — si presentasse come raccomandabile inserire nel testo della direttiva anche previsioni (al tempo stesso di diritto societario e di diritto del mercato mobiliare, come notavamo con Niamh Moloney), in larga misura ispirate dall'esperienza italiana, che assicurassero tale parità delle armi.

Il successivo “compromesso portoghese” intervenuto in Consiglio sul regime opzionale delle norme della direttiva 2004/25/CE in tema di passività e neutralizzazione (tanto poco in linea con quell'obiettivo che addirittura ci si chiese se, a quel punto, non fosse meglio che la Commissione ritirasse la proposta di direttiva) nei fatti rese impossibile conseguire quel fine di politica industriale perché, una volta derubricato il valore della contendibilità del controllo su scala paneuropea da principio imperativo di ordine pubblico economico a mera opzione facoltativa rimessa agli stati, ciò pose le condizioni per una eterogenesi dei fini, perché sollecitò nei fatti gli stati membri fino a quel momento più virtuosi, come il nostro, ad adottare sul tema delle misure difensive rispetto all'OPA, e così in relazione al mercato del controllo societario regole più scioviniste e restrittive.

Non occorre, a mio pare, ritornare su questi temi, se non per segnalare che gli ultimi due decenni sembrano aver consolidato tanto la concorrenza

tra ordinamenti in tema di voto plurimo e maggiorato (nel tentativo, ad onor del vero spesso riuscito, di spingere in tal modo più imprese verso il mercato dei capitali, in direzione opposta rispetto al paradigma “*one share one vote*” che viceversa ispirava l’originaria impostazione di politica legislativa del Gruppo Winter, della Commissione e del Parlamento Europeo) quanto l’idea che non sia necessariamente sbagliato che l’ordinamento assuma una posizione di neutralità rispetto alle scelte che le società *target* possono adottare in tema di misure difensive e neutralizzazione delle barriere di diritto societario al mercato del controllo.

2. Non è di questo che, oggi, vorrei brevemente occuparmi.

È passata molta acqua sotto i ponti e l’urgenza non già solo dell’idea di Europa ma anche di una consolidata dimensione continentale sia della nostra comunità politica sia della nostra comunità economica — che ancora poteva apparire materia di opinione fino a pochi anni fa (che tempo infinito sembra separarci dai giorni della Brexit!) — è emersa nitida agli occhi di tutti nel corso della pandemia da COVID19 prima e della guerra russo-ucraina poi.

Nel nuovo ordine politico ed economico internazionale, e nella nuova Europa che in tale nuovo ordine deve trovare la forza di collocare non solo i propri valori ma anche la propria economia, credo risulti evidente a chiunque osservi la realtà in modo oggettivo e disincantato che l’Europa paga un prezzo molto alto per il proprio ritardo, oltre che su temi di coesione politica ed economica, anche nel consolidamento industriale paneuropeo. E che dopo tanti decenni di “tatticismi attendisti” (e di correlati dibattiti tecnici), sia giunto il tempo dell’azione.

Un settore esemplare, a riguardo, è quello finanziario, dove tanto la dispersione geografica del rischio quanto la capacità di produrre profitto su ampia scala non possono più trovare sufficiente risposta a livello domestico; eppure i campioni europei del settore hanno ancora un’impronta assai pericolosamente domestica, totalmente insufficiente ad affrontare la sfida continentale e globale (tanto più nel nuovo ordine internazionale in corso di formazione e alle luce delle sfide epocali che le transizioni digitali e ambientali portano con sé). Lo stesso è a dirsi per le grandi imprese che operano nei settori delle infrastrutture critiche, dalla sicurezza all’energia, dalle reti di comunicazione alla tecnologia digitale, solo a fare gli esempi più evidenti.

3. La domanda, provocatoria, che vorrei lasciare — in conclusione di questo mio breve intervento — alla riflessione di noi tutti nella giornata odierna, che giustamente celebra un momento di svolta, trent’anni fa, nel concepire l’intersezione tra diritto dei contratti, diritto delle società e diritto del mercato finanziario è come si possa andare oltre l’attuale disciplina dell’OPA armonizzata. Più specificamente, come si possa apprestare, a cavallo della disciplina sull’OPA e di quella sulle fusioni transfrontaliere, uno stru-

mento semplice, trasparente, standard per realizzare il consolidamento transfrontaliero dell'industria europea, a partire da quella bancaria e finanziaria, anzitutto (a mo' di laboratorio, come di consueto) per le società quotate sui mercati regolamentati e con azioni negoziati su piattaforme multilaterali di negoziazione.

L'esperienza e le correlate rilevazioni empiriche insegnano, a me pare, che gli strumenti "pensati" allo scopo dal legislatore europeo, essendo state ostaggio di un parossistico desiderio di compiacere una moltitudine di interessi (e di tradizioni giuridiche, "cumulate" nelle loro protezioni e nei loro interessi), sono eccessivamente complessi e presentano costi e rischi di esecuzione che semplicemente fanno sì che essi "non funzionino in pratica" (ne sa qualcosa Unicredit, che durante la gestione Mustier aveva esplorato in profondità, in tempi assai difficili, le deludenti potenzialità effettive di quegli strumenti). È così per la Società europea tanto nella sua variante della *holding* sia in quella mediante fusione transfrontaliera; è così, malgrado gli sforzi di dettare le prime regole di diritto materiale uniforme in materia fatti nel 2019, per le fusioni transfrontaliere. Ma l'esperienza insegna anche, mi pare, che operazioni combinate di OPA e successiva fusione (come è stato il caso di Intesa/UBI, ad esempio) o di OPS presentano aspetti tecnici di natura societaria e contrattuale — ed elementi di potenziale incertezza, basti pensare alla valutazione dell'esperto "a valle" dell'OPS che ha fissato il prezzo di scambio, ma che è necessaria ai fini dell'aumento di capitale a servizio dello scambio, ove essa si discosti significativamente dal valore definito nell'OPS — che consigliano uno sforzo di semplificazione, pur nel rispetto dei valori della trasparenza e della tutela delle minoranze.

Come da tempo si era suggerito in letteratura ad esempio da Luca Enriques, e come si era a sua volta raccomandato dal Gruppo ICLEG di esperti della Commissione in fase di discussione delle prime bozze di proposta di direttiva del 2019 sulle fusioni transfrontaliere (con anche un mio esercizio di scrittura di regole che non raccolsero tuttavia, allora, il necessario consenso politico), credo sarebbe ora davvero tempo di creare un « corridoio preferenziale di diritto societario e di mercato mobiliare » per le operazioni di consolidamento paneuropeo delle società quotate o negoziate su MTF, un regime dedicato ("*bespoke*") che costituisca una forma tecnica aggiuntiva, e più semplice, di realizzazione dell'operazione, ispirato agli *share exchanges* di tradizione nordamericana e agli *schemes of arrangements* di tradizione inglese e irlandese.

Essa si sostanzierebbe, in estrema sintesi, in un'OPS soggetta a regole particolari, che consente di far divenire la *target* o le *target* (in ipotesi di *merger of equals*) una controllata totalitaria dell'offerente (in tal modo conseguendo anche il non trascurabile risultato che società tedesche ad esempio ossessionate dal vincolo della cogestione, resterebbero tali, anche se totalitariamente controllate dalla offerente, senza dunque che il consolidamento transnazionale si traduca nella tanto temuta fuga dalla cogestione), me-

dianche attribuzione agli azionisti della/e *target* di azioni (quotate o quotande su un mercato regolamentato o MTF) della offerente; l'operazione andrebbe proposta dal consiglio di amministrazione della offerente con un progetto che seguirebbe le regole proprie del progetto di fusione transfrontaliera e che andrebbe sottoposto al voto dell'assemblea straordinaria dell'offerente e della/e *target*; in tal modo sarebbe la disciplina armonizzata in materia di fusioni transfrontaliere, più che non quella in tema di offerte pubbliche, che potrebbe essere utilizzata come plesso normativo di riferimento, seppur mediante richiami selettivi, idonei a preservare semplicità e flessibilità di utilizzo (anche ad esempio in tema di determinazione del concambio sulla base dei valori di mercato, previa attestazione di *fairness*, rimettendo una vera e propria valutazione degli esperti solo a servizio dell'eventuale *exit* in denaro riconosciuto a chi sia dissenziente rispetto all'operazione); la disciplina dell'OPA (e quella dell'offerta pubblica di quotazione, di sottoscrizione o vendita per i profili di competenza) andrebbero a loro volta raccodate, in modo migliore di quanto oggi non accada ad esempio in tema di applicazione cumulativa di requisiti di trasparenza in presenza di operazioni di fusione pur esenti dalla disciplina del prospetto, in modo da identificare un unitario, semplice e sintetico set informativo di trasparenza accessibile facilmente sul web, ispirato da una valutazione olistica dei due plessi di disciplina (quello di diritto societario sulla pubblicità del progetto e quello di mercato mobiliare sul documento di offerta) capace di realizzare gli obiettivi della disciplina in forme semplici e non ridondanti. Occorre in altri termini predisporre, ed è possibile farlo con pochi tocchi di penna, un modello di operazione, e il correlato regime giuridico, efficace e proporzionato.

Ma per farlo è tempo che si esca, prendendo ispirazione dalla nitida visione che trent'anni fa guidò la riforma delle regole del mercato finanziario, dalla deriva bulimica delle regole e le si liberi dal peso di narrazioni demagogiche e paternalistiche che hanno reso burocratico e spesso contraddittorio un assetto normativo che talora a me pare meno *smart* di quello che potrebbe e sarebbe desiderabile che fosse, per ritrovare la semplice chiarezza dei principi e con essa dei valori che veramente contano.

Come il *golden power* ha tolto ormai ogni alibi a chi intendeva piegare il diritto societario alla funzione di presidio e di tutela di interessi nazionali, così è tempo che l'aspirazione, tanto declamata, ad avere un mercato dei capitali integrato e imprese che operano su quel mercato con dimensioni e assetti proprietari commensurati ad esso accetti la prova della realtà e di misurarsi dunque con necessarie, selettive, riforme di semplificazione e modernizzazione del diritto societario e di disciplina dell'offerta pubblica.