



*I limiti alle tecniche di difesa da scalata ostile: una disciplina ancora centrale nel trade off tra difesa e contendibilità?*

di **GIULIA GUIDALOTTI**

**SOMMARIO:** **1.** INTRODUZIONE. **2.** L'EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA NORMATIVA SUI LIMITI ALLE TECNICHE DI DIFESA. **2.1.** LA DISCIPLINA ORIGINARIA NELLA L. N. 149/1992: L'APERTURA "AD OGNI COSTO" DELLE SOCIETÀ ALLA CONTENDIBILITÀ DEL CONTROLLO. **2.2.** IL TESTO UNICO DELLA FINANZA: L'OBIETTIVO DELLA CONTENDIBILITÀ IN UN CONTESTO DI MAGGIORE EQUILIBRIO. **2.3.** IL RECEPIMENTO DELLA C.D. "DIRETTIVA OPA" E LE MODIFICHE SUCCESSIVE: DAL MODELLO DELLA CONTENDIBILITÀ *EX LEGE* ALLA PRIORITÀ DELLA DIFESA DELLE SOCIETÀ NAZIONALI. **2.4.** IL QUADRO NORMATIVO VIGENTE: UNA PASSIVITÀ DEROGABILE, UNA NEUTRALIZZAZIONE OPZIONALE E LA "CLAUSOLA DI RECIPROCIITÀ", MA MANTENIMENTO DI DUE REGOLE INDEROGABILI DI NEUTRALIZZAZIONE: (I) RECESSO DAI PATTI PARASOCIALI E (II) DISAPPLICAZIONE DEI LIMITI AGLI INCROCI AZIONARI. ULTIMI BALUARDI DELLA CONTENDIBILITÀ O "CORTO-CIRCUITI" NORMATIVI? **3.** DATI EMPIRICI SU (I) ASSETTI PROPRIETARI E CAPITALIZZAZIONE DELLE SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE, (II) LANCIO DELLE OPA E APPLICAZIONE DELLE TECNICHE DI DIFESA. **4.** LA DISCIPLINA DELLE TECNICHE DI DIFESA DA SCALATA OSTILE NELL'AMBITO DEL QUADRO NORMATIVO COMPLESSIVO IN MATERIA DI CONTENDIBILITÀ DEL CONTROLLO SOCIETARIO. **4.1.** VOTO MAGGIORATO (E VOTO PLURIMO). **4.2.** *GOLDEN POWERS*. **5.** CONCLUSIONI: ATTUALITÀ E PROSPETTIVE DELLE TECNICHE DI DIFESA DA SCALATA OSTILE E DELLA COMPLESSIVA REGOLAMENTAZIONE DELL'OPA. QUALE MERCATO DEL CONTROLLO IN ITALIA?

**1. Introduzione.** Le offerte pubbliche di acquisto (Opa) possono qualificarsi come "ostili", vale a dire dirette all'acquisizione del controllo della società bersaglio, in mancanza di un accordo con il *management* di questa<sup>1</sup>.

Il ricambio del controllo societario rappresenta, in linea generale, un evento positivo in un'ottica di sviluppo e di efficienza dei mercati finanziari. Cionondimeno, vi sono casi in cui l'organo amministrativo dell'emittente e/o i soci di maggioranza avvertono l'esigenza di difendersi contro acquisizioni motivate

---

<sup>1</sup>Né il legislatore nazionale né quello europeo hanno fornito una nozione di acquisizione "ostile" o delineato un criterio utile per tracciare un *discrimen* rispetto all'Opa "amichevole". Tuttavia, è possibile distinguere tra le due tipologie di offerte muovendo dalla condotta concretamente assunta dagli amministratori della società bersaglio: si parla di Opa "ostile" con riferimento a quelle acquisizioni non precedute dall'approvazione degli amministratori; si configura, invece, un'Opa "amichevole" quando l'operazione riceve il consenso, se non la vera e propria collaborazione, degli amministratori. In generale, si distinguono tre principali motivi di "ostilità": il prezzo dell'offerta ritenuto non adeguato o i programmi del *bidder* non condivisi dalla società *target*; la diversa nazionalità dell'offerente, limitatamente alle società strategicamente rilevanti per il Paese; la minaccia di sostituzione degli amministratori in caso di successo dell'Opa.

dalle mire speculative dell'offerente o comunque non ritenute vantaggiose per la società o per loro stessi.

Nell'ambito della disciplina delle Opa, la regolamentazione delle tecniche di difesa da scalata ostile ha tradizionalmente assunto una portata centrale, quale terreno elettivo di contrasto tra gli interessi sottesi alle offerte pubbliche di acquisto.

Le tecniche di difesa sono le iniziative che le società possono adottare al fine di impedire, *ex ante* ovvero mentre essa è in corso, il successo di un'Opa "ostile" e la conseguente acquisizione non concordata del controllo.

In linea generale, la regolamentazione delle difese presuppone il compimento di una scelta da parte dei legislatori nazionali in ordine al contemperamento degli interessi in gioco: le aspettative economiche del *bidder*; l'interesse degli azionisti di minoranza a beneficiare del c.d. "premio di controllo" e ad esercitare il diritto di *exit* dalla società nel caso di mutamento del controllo inefficiente o comunque sgradito; la contendibilità del controllo societario<sup>2</sup>; l'interesse degli amministratori e degli azionisti di controllo a mantenere la propria posizione all'interno della società; la stabilità degli assetti proprietari e le prospettive di medio-lungo termine dell'impresa.

Di modo che, da un lato, una disciplina fondata sulla discrezionalità illimitata degli amministratori di adottare tecniche difensive<sup>3</sup> rischia di paralizzare il mercato del controllo societario, determinando il fallimento di tutte le offerte non concordate, anche ove finalizzate ad una gestione più efficiente della società *target*. Dall'altro, un'impostazione volta a favorire *tout court* la contendibilità

---

<sup>2</sup>Con l'espressione "contendibilità del controllo societario", si fa riferimento a quella contesa - più o meno regolamentata dalla legge - tra chi intende acquisire il controllo di una società e chi, all'opposto, ha l'interesse economico a mantenere il comando su di essa.

<sup>3</sup>È questo l'approccio assunto dalle Corti del Delaware, il cui orientamento tradizionale attribuiva le scelte in materia di strategie difensive alla piena discrezionalità degli amministratori secondo il parametro della c.d. "*business judgment rule*". Negli anni sono stati poi progressivamente elaborati limiti alla discrezionalità dei *directors* (si veda, *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985); *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989); *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 652 A.2d 1361 (Del. 1995); *Grand Metropolitan PLC v. The Pillsbury Co.*, 558 A.2d 1049 (Del. Ch. 1988); *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986)).

rischia di lasciare gli emittenti esposti a mutamenti del controllo volti allo smembramento della società<sup>4</sup>.

Ad un primo esame, pare che la soluzione normativa adottata, dopo numerose oscillazioni, dal legislatore italiano in materia di tecniche di difesa da scalata ostile non si ponga come intermedia tra gli interessi in gioco, risultando piuttosto sbilanciata verso la stabilità degli assetti proprietari, anche tenuto conto del quadro normativo complessivo in materia di contendibilità.

Dunque, sembra opportuno analizzare la disciplina delle tecniche di difesa nella prospettiva degli attuali caratteri del mercato del controllo societario in Italia.

Nel dettaglio, il presente lavoro ha l'obiettivo di indagare, alla luce delle scelte compiute dal legislatore e delle principali evidenze empiriche relative alle società italiane, se e fino a che punto la regolamentazione delle tecniche difensive contenuta nel Testo Unico della Finanza (TUF) svolga ancora oggi, come in passato, un ruolo centrale ai fini del *trade off* tra contendibilità e difesa.

In quest'ottica, muovendo dalla ricostruzione della disciplina e degli obiettivi di *policy* perseguiti, le riflessioni sui limiti alle tecniche di difesa da Opa ostile saranno svolte in relazione al quadro normativo complessivo in materia di contendibilità del controllo societario, prendendo quindi in considerazione istituti quali il voto maggiorato e i cc.dd. "*golden powers*".

In questo modo, anche alla luce delle caratteristiche strutturali degli assetti proprietari e delle Opa in Italia, nonché dei più recenti sviluppi normativi spinti dal Covid-19 e dalla guerra in Ucraina, si indagherà se le tecniche di difesa rappresentino ancora oggi il terreno elettivo di contrapposizione (ed eventuale composizione) degli interessi sottesi alla regolamentazione del mercato del controllo societario o se, al contrario, l'approccio del legislatore sia nel tempo mutato, interrogandosi sulle conseguenze per il mercato del controllo e per l'efficienza delle società quotate.

---

<sup>4</sup>F.M. MUCCIARELLI, *Le Offerte Pubbliche d'Acquisto e di Scambio*, Giappichelli, Torino, 2014, p. 91; A. PORTOLANO, *Un'analisi economica della passivity rule nel Testo unico della finanza*, in *Mercato conc. reg.*, 1/2000, pp. 39 ss.

**2. L'evoluzione della disciplina normativa sui limiti alle tecniche di difesa.** Le tecniche di difesa da scalata ostile sono le manovre di cui le società possono servirsi per blindare *ex ante* i gruppi di comando originari e rendere più difficile una scalata in futuro (difese preventive<sup>5</sup>) ovvero per ostacolare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta in corso o imminente (difese successive<sup>6</sup>).

In linea generale, a seconda dello spazio che l'ordinamento riserva a tali misure difensive, varierà sia il grado di apertura delle società al mercato, sia il tasso di contendibilità della loro proprietà.

Sotto un profilo fisiologico, infatti, con riferimento ai passaggi virtuosi del controllo, se le società possono contare sulla possibilità incondizionata di difendersi da qualsiasi tentativo di acquisizione, il controllo tenderà a restare in capo ai gruppi di comando originari. Al contrario, ove l'emittente incontri dei limiti stringenti alla propria facoltà di resistenza, i passaggi del controllo e i ricambi nella gestione societaria saranno tendenzialmente favoriti.

Con riferimento, invece, alle ipotesi di ricambi inefficienti e potenzialmente pregiudizievoli per la società bersaglio, le difese meritano di essere apprezzate per la loro funzione di tutela della compagine azionaria e della società contro acquisizioni che potrebbero essere motivate dalla mera estrazione dei cc.dd.

---

<sup>5</sup>Tra le difese preventive più diffuse vi sono, da un lato, le barriere c.d. "strutturali", che riflettono le peculiarità del sistema economico di un certo Stato (e.g., il grado di concentrazione degli assetti proprietari, lo sviluppo dei mercati azionari, il livello di dipendenza delle società dal finanziamento bancario); dall'altro lato, le barriere c.d. "tecniche", strumenti predisposti o ammessi dall'ordinamento di uno Stato (e.g., emissione di azioni prive del diritto di voto, con voto limitato, a voto plurimo o maggiorato, limiti statuari alla circolazione delle azioni, gruppi piramidali, patti parasociali, cc.dd. "*golden powers*").

<sup>6</sup>Le difese successive comprendono (secondo il criterio utilizzato dalla Consob in sede di interpretazione dell'art. 104 TUF, cfr. Consob, Comunicazione del 18 maggio 1999) tutti gli atti idonei a rendere più oneroso il raggiungimento del quantitativo di adesioni oggetto dell'offerta (e.g., aumento del capitale, acquisto di azioni proprie, conversione di azioni con diritto di voto in altri strumenti finanziari, i cc.dd. "*green mail*" e "*standstill agreement*"); le operazioni finalizzate a modificare la consistenza patrimoniale e aziendale della società bersaglio (e.g., cessione di asset strategici, fusione o scissione, politica di acquisizioni volta ad aumentare il valore della società, modifiche rilevanti delle politiche industriali, improvviso abbandono dell'attività d'impresa o modifica delle politiche industriali o commerciali); le operazioni di disturbo nei confronti dell'offerente (e.g., c.d. "*pac-man defense*", acquisizioni tese a creare ostacoli antitrust, contenziosi, campagne pubblicitarie, cc.dd. "*golden parachutes*").

“benefici privati” per il *bidder* con effetti pregiudizievoli per gli azionisti e per l’interesse sociale.

Tuttavia, la condotta di resistenza connaturata alle difese, in quanto rimessa alla scelta di soggetti in potenziale conflitto di interessi (azionisti o amministratori), può trasformarsi in un pericoloso strumento di cristallizzazione degli assetti di comando esistenti (c.d. “*entrenchment strategy*”), causando inefficienze nella gestione societaria e un “ingessamento” del mercato del controllo.

Tanto chiarito, soltanto a partire dagli anni ‘90 si è cominciata ad avvertire nell’ordinamento italiano l’esigenza di una disciplina che, oltre ad occuparsi degli aspetti strettamente procedurali delle offerte pubbliche di acquisto, riuscisse a prendere una posizione sul dibattuto tema della liceità delle difese contro le acquisizioni non concordate del controllo.

La disciplina delle tecniche di difesa da scalata ostile ha subito negli anni delle significative modifiche, a partire dalla l. n. 149/1992 sino al testo attualmente vigente del Testo Unico della Finanza, a dimostrazione della difficoltà insita nella ricerca di un equilibrio tra i molteplici interessi sottesi alla regolamentazione dell’Opa.

Nei paragrafi successivi si procederà a delineare i caratteri evolutivi della disciplina delle tecniche difensive, mettendo in luce le ragioni dei mutevoli orientamenti adottati dal legislatore italiano e gli obiettivi di volta in volta perseguiti.

**2.1. La disciplina originaria nella l. n. 149/1992: l’apertura “ad ogni costo” delle società alla contendibilità del controllo.** La prima regolamentazione delle tecniche di difesa da scalata ostile è stata introdotta dalla l. 18 febbraio 1992, n. 149, che all’art. 16 imponeva una regola assoluta e inderogabile di passività a carico della società bersaglio di un’Opa, a partire dalla pubblicazione del prospetto informativo e per l’intera durata dell’offerta.

Il vincolo di passività veniva imposto sia all’organo di amministrazione sia all’assemblea dei soci, a pena di nullità degli atti compiuti: gli amministratori,

infatti, erano tenuti ad astenersi da qualsivoglia operazione che potesse modificare in maniera significativa l'attivo o il passivo della società e dall'assumere impegni senza contropartita; all'assemblea era, invece, preclusa la possibilità di deliberare modifiche dell'atto costitutivo e dello statuto.

Nell'ottica di favorire al massimo l'apertura delle società italiane alla contendibilità, il legislatore del '92 aveva optato per una soluzione rigida sacrificando del tutto l'autonomia dei soci, nonché l'interesse alla stabilità degli assetti proprietari e alla tutela contro scalate predatorie, limitando per legge - fino a precludere *in toto* - l'adozione di misure difensive.

In tal modo, alle società bersaglio di un'Opa veniva impedito di difendersi da mutamenti indesiderati del controllo e da tentativi di acquisizione ritenuti predatori, venendo relegate ad una condizione di assoluto immobilismo in pendenza di un'offerta pubblica di acquisto.

Con tale scelta di *policy*, il legislatore italiano aveva dimostrato di aderire implicitamente a quella concezione particolarmente ottimistica dell'Opa<sup>7</sup> quale strumento idoneo a favorire processi di ricambio efficiente del controllo societario e di monitoraggio sull'operato degli amministratori.

Alla rigida impostazione adottata per le difese successive non corrispondeva un approccio analogo per quelle preventive, che avevano finito per essere ritenute legittime, mancando del tutto nella legge del '92 una disciplina sulle manovre difensive che la società avrebbe potuto compiere prima del lancio di un'Opa<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup>Secondo la c.d. "teoria della funzione disciplinante" dell'Opa, fondata sugli studi di H.G. MANNE, *Mergers and the market for corporate control*, 73 *Journ. Pol. Ec.*, (1965), pp. 112 ss. e di F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 *Harv. L. Rev.* (1981), pp. 1165 ss., l'Opa ostile (nonché la mera minaccia di essa) viene concepita come *monitoring device* in grado di creare valore per gli azionisti, ma anche di svolgere una vera e propria funzione correttiva nei confronti di gestioni societarie inefficienti da parte del *management*, producendo effetti positivi per il sistema economico nel suo complesso. In quest'ottica, le Opa non concordate, da un lato, farebbero sì che il controllo di società mal gestite venga acquisito da soggetti capaci di amministrarle in modo più efficiente; dall'altro, indurrebbero *ex ante* gli amministratori a tenere una condotta diligente nei confronti degli azionisti, contribuendo in tal modo a ridurre i cc.dd. "agency problems".

<sup>8</sup>Questa lacuna normativa rifletteva il maggior rilievo che, storicamente, le difese successive hanno da sempre manifestato rispetto a quelle preventive, essenzialmente per due ordini di ragioni. Da un lato, affinché le società bersaglio potessero sviluppare la capacità di elaborare tattiche volte non solo a contrastare un'Opa in corso, ma anche a prevenire quelle future, è stato

La disciplina divenne oggetto di numerose critiche da parte della dottrina<sup>9</sup> in quanto, oltre a rappresentare una soluzione del tutto isolata nel panorama europeo<sup>10</sup> e ad apparire il frutto di una trasposizione sostanzialmente acritica nell'ordinamento italiano delle teorie statunitensi imperniate sugli effetti esclusivamente positivi dell'Opa, non consentiva alle società di difendersi da scalate predatorie. Analogamente, si criticò<sup>11</sup> l'eccessiva ampiezza nella formulazione dei divieti a carico delle società bersaglio, relativi a qualsiasi modifica dell'atto costitutivo o dello statuto, nonché a qualsiasi operazione idonea a modificare "*in maniera significativa*" l'attivo o il passivo della società,

indipendentemente dalla effettiva idoneità ad incidere sullo svolgimento o sul successo dell'Opa.

Peraltro, a causa della lacuna in materia di difese preventive, il quadro normativo venne considerato inadeguato al perseguimento dell'obiettivo dell'apertura alla contendibilità. Da un lato, la regola di passività assoluta avrebbe finito per disincentivare ulteriormente il ricorso degli imprenditori italiani al mercato del capitale di rischio per il timore di non riuscire ad opporsi ad un'Opa

---

necessario un certo livello di diffusione delle Opa, di fronte alle quali è progressivamente maturata l'esigenza di un intervento dissuasivo *ex ante*. Dall'altro lato, si era affermata la convinzione che le misure preventive implicassero un rischio minore di conflitto di interessi degli amministratori, in quanto avrebbero formato oggetto di una scelta ponderata da parte dell'organo competente; cfr. A. PORTOLANO, *Un'analisi economica della passivity rule nel Testo Unico della Finanza*, op. cit. nota 4, p. 59; E. DESANA, *OPA e tecniche di difesa. Dalle misure difensive "successive" a quelle "preventive"*, Giuffrè, Milano, 2003, pp. 29 ss.

<sup>9</sup>Cfr. F. VELLA, *La passivity rule nella legge italiana sulle offerte pubbliche di acquisto e gli effetti sul mercato del controllo societario*, in *Dir. banca mercato fin.*, 2/1993, pp. 217 ss.; C. MOSCA, Art. 104. *Autorizzazione dell'assemblea*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Giuffrè, Milano 1999, pp. 267 ss.

<sup>10</sup>Gli altri Stati europei che intendevano limitare il ricorso alle tecniche di difesa non avevano introdotto una disciplina che precludesse *in toto* agli azionisti delle società bersaglio la possibilità di difendersi da mutamenti indesiderati del controllo. Anzi, la regolamentazione delle difese nel contesto europeo consisteva in una regola di passività a carico dei soli amministratori, mantenendo comunque ferma la libertà dei soci di adottare tattiche difensive.

<sup>11</sup>F. VELLA, *La passivity rule nella legge italiana sulle offerte pubbliche di acquisto e gli effetti sul mercato del controllo societario*, op. cit. nota 9, pp. 217 ss. In termini analoghi, anche G. MINERVINI, *Tre pareri in tema di O.P.A.*, in *Contr. impr.*, 1995, pp. 552 ss., il quale fu tra i sostenitori di un'interpretazione teleologica correttiva dell'art. 16, l. n. 149/1992 finalizzata a restringere il campo di applicazione del divieto alle sole modificazioni statutarie effettivamente idonee a pregiudicare o a rendere più onerosa l'operazione.

in corso e perdere così il controllo della società<sup>12</sup>; dall'altro, il *vulnus* in materia di difese preventive avrebbe potuto spingere i gruppi di comando ad iniziative di "arroccamento" degli assetti proprietari, con ulteriore incremento della concentrazione proprietaria.

In definitiva, l'operatività di una regola assoluta di passività, combinata con una totale assenza di limiti alle difese preventive, rischiava di ingessare la proprietà delle società italiane, riducendo il grado di mobilità e dinamicità del controllo.

**2.2. Il Testo Unico della Finanza: l'obiettivo della contendibilità in un contesto di maggiore equilibrio.** Con il d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza, TUF) si è assistito ad una completa rottura con la precedente disciplina in materia di difese.

In un'ottica di maggiore equilibrio tra l'apertura alla contendibilità del controllo e la stabilità degli assetti proprietari, veniva introdotta una *passivity rule* limitata ai soli amministratori della società bersaglio. Tale regola si traduceva nell'obbligo per gli amministratori, in pendenza di un'Opa, di astenersi dal compiere atti idonei a contrastare il perseguimento degli obiettivi dell'offerta, con facoltà per l'assemblea dei soci di autorizzare l'adozione di misure difensive con il voto favorevole di almeno il 30% del capitale.

Relativamente alle tecniche di difesa preventive, il TUF, pur non prevedendo ancora una disciplina organica, riconosceva espressamente all'art. 123, c. 3, il diritto degli azionisti intenzionati ad aderire ad un'Opa di recedere *ad nutum* dai patti parasociali relativi all'esercizio del diritto di voto o al trasferimento dei titoli oggetto dell'offerta. In tal modo, il TUF aveva privilegiato una soluzione fortemente sbilanciata a favore della contendibilità del controllo, a scapito dell'autonomia privata degli azionisti espressa al momento dell'adesione al sindacato.

---

<sup>12</sup>F. VELLA, *La nuova passivity rule nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio*, in *Banca impr. soc.*, 2/2000, p. 159; *Id.*, *La passivity rule nella legge italiana sulle offerte pubbliche di acquisto e gli effetti sul mercato del controllo societario*, op. cit. nota 9, pp. 251 ss.

Dunque, il TUF anziché precludere *tout court* l'adozione di tecniche difensive in pendenza di offerta, riconosceva agli azionisti della società bersaglio il potere decisionale in merito alla scelta sull'atteggiamento da adottare nei confronti di un'Opa, subordinando le difese alla preventiva autorizzazione assembleare.

Peraltro, l'imposizione della regola di passività agli amministratori e la seppur embrionale presa di posizione sulle difese preventive attraverso l'art. 123 TUF, continuavano a manifestare la chiara intenzione del legislatore di favorire una maggiore dinamicità degli assetti proprietari e un incremento della contendibilità del controllo. Se è vero che il TUF aveva optato per una soluzione più equilibrata ammettendo il coinvolgimento dei soci nelle decisioni in materia di tecniche di difesa, nondimeno l'idea di fondo era pur sempre quella di limitare le azioni di contrasto al fine di favorire una maggiore mobilità del controllo societario.

Cionondimeno, anche l'assetto del TUF fu oggetto di significative critiche, anzitutto per la scelta di adottare, in materia di difese successive, un criterio basato sulla potenzialità di contrasto all'Opa, anziché fornire una chiara elencazione delle operazioni qualificabili come difese in senso tecnico<sup>13</sup>. Una formulazione così ampia, infatti, avrebbe potuto generare effetti pericolosi per le società rischiando di ingessare eccessivamente l'organo amministrativo per tutta

---

<sup>13</sup>L. G. PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Giuffrè, Milano, 1999, pp. 172 ss. Negli stessi termini, ma con una minore carica critica, anche M. LISANTI, *Quale tutela per gli azionisti di minoranza?*, in *Mercato conc. reg.*, 1/2000, p. 162, sottolineava l'esigenza che il legislatore esplicitasse almeno quelle operazioni per le quali l'applicazione della regola di passività sarebbe stata dubbia. Al contrario, F. VELLA, *La nuova passivity rule nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio*, op. cit. nota 12, pp. 165 ss., condivideva la scelta del legislatore di non definire *ex lege* gli atti e le operazioni rientranti nel divieto, sottolineando che il criterio teleologico "risponde all'esigenza di ancorare i comportamenti degli amministratori all'unica finalità che giustifica la passivity rule (e cioè non frustrare le aspettative dell'offerente e non penalizzare l'interesse dei soci a trarre vantaggio dall'offerta), superando le ambiguità della precedente normativa che, nella sua drasticità, lasciava elevati margini di incertezza circa le operazioni consentite e quelle vietate, e non teneva conto della possibilità, elevata non solo nella realtà imprenditoriale italiana, ma anche in quella europea, di offerte amichevoli e consensuali nei cui confronti siffatta drasticità correva il rischio di apparire del tutto inutile". In proposito, B. QUATRARO, L. PICONE, *Manuale teorico-pratico delle offerte pubbliche di acquisto e scambio*, Giuffrè, Milano, pp. 23 ss., proponevano un'interpretazione restrittiva dell'art. 104 TUF in modo da ricomprendere soltanto gli atti direttamente finalizzati a contrastare un'Opa.

la durata dell'offerta, subordinando all'autorizzazione assembleare con il *quorum* deliberativo del 30% qualsiasi atto che potesse ridurre o incrementare il valore patrimoniale della società.

In relazione alla disciplina delle difese preventive, il riconoscimento del recesso *ad nutum* dai sindacati non era sembrato particolarmente efficace ai fini della promozione del mercato del controllo, rischiando di indurre i gruppi di comando ad adottare dispositivi diversi dai patti parasociali per riuscire comunque a blindarsi.

**2.3. Il recepimento della c.d. “direttiva Opa” e le modifiche successive: dal modello della contendibilità *ex lege* alla priorità della difesa delle società nazionali.** In tale contesto è intervenuta la direttiva 2004/25/CE (c.d. “direttiva Opa”) che, dopo una lunga e travagliata gestazione legislativa<sup>14</sup>, ha introdotto un sistema c.d. “a geometria variabile”<sup>15</sup> in base al quale gli Stati membri sarebbero stati liberi di introdurre o meno nei propri ordinamenti la c.d. “*passivity rule*” (art. 9) e la c.d. “*breakthrough rule*” (art. 11) in materia di tecniche di difesa<sup>16</sup>.

Nell'auspicio che un approccio “compromissorio” avrebbe indotto gli Stati ad una maggiore e spontanea apertura alla contendibilità del controllo societario<sup>17</sup>, il legislatore europeo anziché prevedere regole imperative, si è

---

<sup>14</sup>Per una ricostruzione dell'*iter* che ha condotto all'adozione della direttiva, si veda F.M. MUCCIARELLI, *Le Offerte Pubbliche d'Acquisto e di Scambio*, op. cit. nota 4, pp. 17 ss.

<sup>15</sup>A. PACCOI, *La dubbia operatività delle poison pills “all'americana” nell'ordinamento italiano e la battaglia per la contendibilità del controllo societario*, in *Nuovo dir. soc.*, 2/2021, p. 283.

<sup>16</sup>Per le valutazioni critiche sulla direttiva Opa, si vedano M. LAMANDINI, *Temi e problemi in materia di contendibilità del controllo, fondi sovrani e investimenti diretti stranieri nei settori strategici tra libera circolazione dei capitali e interesse nazionale*, in *Riv. dir. soc.*, 3/2012, p. 503, il quale evidenzia il fallimento del tentativo di armonizzazione in materia di tecniche di difesa, sottolineando il rischio di una gara al ribasso (“*race to the bottom*”) in materia di difese contro le Opa, in quanto la direttiva “*ha complessivamente determinato non già un avanzamento bensì un arretramento del livello di adesione al principio di contendibilità del controllo*”; M. PARGENDLER, *The Grip of Nationalism on Corporate Law*, 95 *Indiana Law Journal* (2020), p. 553, il quale sostiene che “*The Takeover Directive’s legislative attempt to remove protectionist barriers to an internal market for corporate control is widely regarded as a failure*”, affermando in particolare che “*The final version of the Takeover Directive illustrates the difficulties in overcoming the grip of nationalism on corporate law, even in a long-term, multilateral effort established for this precise purpose*”.

<sup>17</sup>M.S. RICHTER, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Giappichelli, Torino, 2011, p. 7.

limitato ad enunciare i principi generali della materia e a configurare delle mere opzioni rimesse alla discrezionalità dei singoli legislatori nazionali.

A partire dal recepimento della direttiva si è aperta nel nostro ordinamento una lunga fase di continue oscillazioni normative e vere e proprie inversioni di rotta, in cui il legislatore nazionale ha tentato di destreggiarsi tra il persistente interesse ad accrescere la mobilità del controllo societario all'interno di un mercato sempre più integrato e competitivo, e l'esigenza di proteggere le imprese dal rischio di acquisizioni sgradite per effetto delle crisi del 2008 e del 2011.

Inizialmente, in sede di recepimento della direttiva con il d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229, la passività era stata confermata come regola imperativa a carico degli amministratori per le difese successive (art. 104 TUF), con l'eccezione della ricerca di offerte concorrenti, che era stata invece sottratta alla preventiva autorizzazione assembleare ancora subordinata al *quorum* del 30%.

Del tutto inedita, invece, era stata l'introduzione di una nuova regola inderogabile di neutralizzazione dei limiti statutari o contrattuali al trasferimento dei titoli e all'esercizio dei diritti di voto (art. 104-*bis* TUF). Regola che si poneva in sostanziale continuità con l'art. 123, c. 3, TUF e, più in generale, con il *favor* fino a quel momento dimostrato dal legislatore verso le Opa come dispositivo funzionale ad accrescere l'efficienza del mercato italiano<sup>18</sup>.

Infine, era stata recepita la c.d. "clausola di reciprocità" contenuta nell'art. 12 della direttiva, prevedendo all'art. 104-*ter* del TUF che le regole di passività e di neutralizzazione potessero essere disapplicate dalle società bersaglio di un offerente non soggetto alle medesime disposizioni o a disposizioni equivalenti.

Successivamente, nel contesto di crisi globale dei mercati finanziari del 2008 e di aumento delle Opa nel periodo 2007-2011 (circa 23 offerte all'anno)<sup>19</sup>, l'impostazione in materia di tecniche di difesa era stata completamente ribaltata. L'obiettivo della contendibilità aveva lasciato il posto all'esigenza di proteggere

---

<sup>18</sup>L. ENRIQUES, *La disciplina delle difese contro le OPA (e le non-OPA)*, in *Riv. dir. soc.*, 2/2014, p. 135.

<sup>19</sup>Nel marzo del 2009 l'indice FTSE Italia aveva perso il 70,3%; successivamente da febbraio a settembre 2011 l'indice era ulteriormente calato del 30%; si veda F. PICCO, V. PONZIANI, G. TROVATORE, M. VENTORUZZO, *Discussion paper Le OPA in Italia dal 2007 al 2019, Evidenze empiriche e spunti di discussione*, 2021, p. 20.

le società italiane dal pericolo di scalate predatorie da parte di *bidders* stranieri, incoraggiati dalla maggiore volatilità azionaria e dalla fase di depressione dei mercati.

Nell'ottica di garantire alle società italiane margini di manovra più ampi nella definizione del grado di apertura degli assetti proprietari<sup>20</sup>, con il d.l. 29 novembre 2008, n. 185 le regole di passività e di neutralizzazione erano state trasformate in mere opzioni rimesse all'autonomia statutaria.

Nel delineato contesto, quindi, l'ordinamento italiano aveva deciso di esercitare la facoltà di *opt-out* prevista dalla direttiva Opa, attribuendo comunque alle società la possibilità di applicare regole più restrittive in materia di difese mediante un meccanismo di *opt-back in*, in assenza del quale la passività e la neutralizzazione non avrebbero più trovato applicazione.

In quest'ottica, il *quorum* deliberativo speciale del 30% veniva eliminato al fine di consentire all'assemblea delle società bersaglio, che avessero scelto di introdurre vincoli alla propria capacità difensiva, di autorizzare le tecniche di difesa senza particolari limitazioni.

Dunque, il legislatore aveva abbandonato il modello previgente volto a limitare l'opposizione alle Opa attraverso regole imperative anti-difese finalizzate ad accrescere, per così dire *ex lege*, la contendibilità delle società, a favore di un'impostazione rovesciata che valorizzava al massimo l'autonomia statutaria e relegava l'apertura alla contendibilità ad interesse del tutto secondario rispetto alla protezione delle imprese italiane<sup>21</sup>.

Così, con la legislazione emergenziale degli anni 2008-2009, il principio dell'apertura delle società alla contendibilità del mercato del controllo societario, che aveva ispirato fino a quel momento le scelte del legislatore nazionale, aveva

---

<sup>20</sup>L'introduzione di una modifica sostanziale alla disciplina delle tecniche di difesa era stata fortemente caldeggiata dall'allora Presidente della Consob, Lamberto Cardia, il quale in sede di audizione parlamentare del 29 ottobre 2008 manifestava "*preoccupazioni sull'esposizione delle società quotate a tentativi di acquisizioni ostili*" ed evidenziava l'esigenza di "*valutare l'opportunità di eliminare l'attuale imperatività delle norme in materia di tecniche di difesa e neutralizzazione, consentendo alle società scelte statutarie in tutto o in parte diverse*".

<sup>21</sup>L. ENRIQUES, *La disciplina delle difese contro le OPA (e le non-OPA)*, op. cit. nota 18, p. 135.

ceduto il posto all'esigenza di rafforzare la posizione dei gruppi di comando e la loro capacità di resistenza contro acquisizioni predatorie<sup>22</sup>.

**2.4. Il quadro normativo vigente: una passività derogabile, una neutralizzazione opzionale e la “clausola di reciprocità”, ma mantenimento di due regole inderogabili di neutralizzazione: (i) recesso dai patti parasociali; (ii) disapplicazione dei limiti agli incroci azionari. Ultimi baluardi della contendibilità o “corto-circuiti” normativi?** Da ultimo, il legislatore ha nuovamente modificato la disciplina delle tecniche di difesa con il d.lgs. 25 settembre 2009, n. 146. Così, è stata ripristinata la passività quale regola di *default* per le difese successive, con l'inedita facoltà per le società di derogarvi statutariamente (art. 104 TUF); sono state invece, mantenute una regola di neutralizzazione solo opzionale per le difese preventive (art. 104-*bis* TUF) e la clausola di reciprocità (art. 104-*ter* TUF).

In particolare, a valle delle modifiche che si sono negli anni succedute, per le difese successive è stato previsto un modello di procedimentalizzazione applicabile in mancanza di una diversa opzione statutaria: ove lo statuto non disponga diversamente (c.d. “*opt-out*”), gli amministratori sono ad oggi tenuti ad ottenere la preventiva autorizzazione assembleare all'adozione di misure di contrasto ad un'Opa in corso.

Relativamente alle difese preventive, invece, la regola di neutralizzazione – introdotta come imperativa in sede di recepimento della direttiva Opa – è oggi meramente opzionale (c.d. “*opt-in*”) e, ove statutariamente prevista, si traduce nella temporanea sterilizzazione nei confronti dell'offerente delle clausole statutarie o contrattuali limitative del diritto di voto o della circolazione dei titoli in pendenza di Opa, nonché nell'assemblea ad essa successiva qualora l'offerente abbia conseguito almeno il 75% del capitale sociale (art. 104-*bis* TUF).

---

<sup>22</sup>R. LENER, *Basta passività, difendiamo l'italianità! L'OPA obbligatoria dinanzi alla crisi dei mercati*, in *An. giur. econ.*, 1/2009, pp. 63 ss.

La disciplina delle tecniche di difesa contro le Opa ostili è poi completata dalla previsione della clausola di reciprocità (art. 104-*ter* TUF)<sup>23</sup>, in virtù della quale le società possono disapplicare le regole di passività e di neutralizzazione, anche ove rispettivamente non derogata e non prevista dallo statuto, qualora l'offerta sia promossa da un soggetto non sottoposto ad una disciplina equivalente in materia di difese. Nell'ottica di realizzare il c.d. "*level playing field*" in materia di Opa, il meccanismo di reciprocità consente alle società che non abbiano escluso la regola di passività e/o che abbiano inserito la neutralizzazione nel proprio statuto, di disapplicare tali norme anti-difese al fine di reagire contro attacchi altrimenti difficilmente contrastabili.

Alle regole *stricto sensu* disciplinanti l'operatività delle tecniche di difesa si affiancano poi il (preesistente) meccanismo di "neutralizzazione" *ex lege* dei patti parasociali e la disapplicazione dei limiti agli incroci azionari.

Come noto, l'art. 123, c. 3, TUF prevede il diritto di recesso *ad nutum* (senza preavviso) da un patto parasociale per i soci che intendano aderire ad un'Opa in corso, come meccanismo inderogabile di sterilizzazione di una specifica tecnica di difesa preventiva attraverso lo scioglimento unilaterale del vincolo per gli aderenti, in presenza di un'offerta pubblica sulle azioni oggetto dell'accordo.

Si tratta di un diritto che, secondo l'orientamento ormai maggioritario della dottrina<sup>24</sup>, spetta in ogni ipotesi di offerta totalitaria, sia essa volontaria o

---

<sup>23</sup>La disposizione, introdotta nel nostro ordinamento in sede di recepimento dell'art. 12, c. 3, direttiva Opa, era volta a stemperare la rigidità delle regole nazionali inderogabili anti-difese, nell'ottica di proteggere le società italiane da offerenti stranieri sottoposti ad una disciplina meno rigorosa in materia di contendibilità del controllo. In questo modo, in virtù della clausola di reciprocità originaria, alle società nazionali, *ex lege* sottoposte a limitazioni in materia di difese, veniva riconosciuta la facoltà di disapplicarle per difendersi contro aggressori aventi sede in Stati che non avessero introdotto regole analoghe. Successivamente, l'art. 104-*ter* TUF è stato modificato per coordinarne il contenuto con il nuovo assetto delle regole di passività e neutralizzazione, divenute, rispettivamente, derogabile per via statutaria e opzionale.

<sup>24</sup>Sul punto, si vedano di M. SAGLIOCCA, *Recesso dai patti parasociali in caso di adesione all'OPA*, in *Riv. soc.*, 2-3/2019, p. 498; L. CALVOSA, A. PIRAS, *Sull'ammissibilità del recesso da patto parasociale in pendenza di OPA volontaria totalitaria*, in *Riv. dir. soc.*, 1/2015, pp. 179 ss. In tema di rinuncia al diritto di recesso, si vedano G. MEO, *Modifiche di patti parasociali, tutela delle minoranze e OPA obbligatoria*, in *Giur. comm.*, 1/2005, p. 603; M. TOLA, *OPA e tutela delle minoranze*, Napoli, 2008, p. 225; G. SANTONI, *Art. 123. Durata dei patti e diritto di recesso*, in *Testo Unico della finanza*, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, p. 1011.

obbligatoria (ferma restando la facoltà di recedere da un'offerta preventiva parziale ex art. 107 TUF), e non è in alcun modo rinunciabile, né in astratto né dopo il lancio di un'Opa.

La disposizione era stata introdotta dal legislatore del '98 con l'obiettivo principale di favorire la mobilità del controllo societario riconoscendo al contempo la rilevanza dei patti parasociali quale strumento di cristallizzazione degli assetti proprietari<sup>25</sup>.

Nell'impostazione del TUF, quindi, i patti parasociali, pur consentiti, vengono limitati nella loro durata, resi più trasparenti (ex art. 122 TUF) e di fatto neutralizzati in pendenza di Opa<sup>26</sup>.

La disposizione condiziona l'efficacia del recesso al perfezionamento della cessione delle azioni all'offerente: l'adesione all'Opa e il trasferimento dei titoli all'offerente, infatti, assurgono a condizioni necessarie ai fini dell'operatività della neutralizzazione del vincolo parasociale per il singolo socio.

In altri termini, il diritto di recesso di cui all'art. 123, c. 3, TUF si configura come fattispecie a formazione progressiva, in relazione alla quale alla dichiarazione di recesso devono seguire necessariamente l'adesione all'Opa e la cessione delle azioni. Questa impostazione, volta a favorire l'Opa quale strumento di mobilità degli assetti proprietari in un contesto di trasparenza e parità di trattamento degli azionisti, si spiega in quanto dal riconoscimento del diritto di recesso *ad nutum* deriva una significativa compressione dell'autonomia privata, giustificabile solo quando lo scopo in concreto perseguito dal singolo aderente sia l'adesione all'Opa e tale obiettivo venga effettivamente raggiunto<sup>27</sup>.

---

<sup>25</sup>I sindacati di voto, imponendo agli aderenti l'obbligo di consultazione preventiva e di esercizio del diritto di voto in conformità a quanto stabilito dalla maggioranza dei membri, consentono la creazione di minoranze capaci di esercitare un controllo di fatto sulla società. I sindacati di blocco, invece, derogando al regime ordinario di circolazione delle azioni, impongono a ciascun aderente l'obbligo di ottenere il consenso degli altri per poter alienare i propri titoli; in questo modo, tali sindacati consentono al gruppo di comando di evitare l'ingresso nella compagine azionaria di soggetti non graditi, rafforzando così la propria posizione di controllo.

<sup>26</sup>F.M. MUCCIARELLI, *Le Offerte Pubbliche d'Acquisto e di Scambio*, op. cit. nota 4, p. 111; G. CAVALLARO, *Commentario al Testo Unico della Finanza*, Pacini Giuridica, Pisa, 2021, p. 599.

<sup>27</sup>A. TRISCORNIA, *Il diritto di recesso dai patti parasociali in presenza di un'OPA totalitaria non è senza confini*, in *Riv. soc.*, 5-6/2021, p. 1231.

Tanto premesso, tenuto conto delle perplessità che una siffatta regola ha suscitato in ordine agli effetti sull'autonomia privata e sulle stesse società<sup>28</sup>, a destare particolari dubbi pare essere la natura cogente della regola di neutralizzazione dei patti parasociali nel sistema complessivamente delineato dal TUF.

Infatti, se all'epoca dell'emanazione del Testo Unico il meccanismo rispondeva sicuramente alla logica di depotenziare la portata antiscalata dei patti parasociali alla luce della loro notevole diffusione<sup>29</sup> e della percezione dei sindacati quale principale ostacolo alla contendibilità in Italia, oggi la norma sembra aver perso la propria giustificazione, per almeno due ordini di ragioni.

In primo luogo, si consideri l'evoluzione degli strumenti di consolidamento del controllo, tra i quali i patti parasociali hanno da tempo perso la propria originaria rilevanza<sup>30</sup> e sono stati tendenzialmente sostituiti – come si vedrà più

---

<sup>28</sup>In dottrina, si è osservato come la neutralizzazione *ex lege* sia difficilmente conciliabile con la funzione stessa dei sindacati, in quanto i patti vengono resi inefficaci proprio nel momento in cui dovrebbero produrre i loro effetti, cioè in caso di opa ostile; cfr. G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 5/2000, pp. 748 ss.; P. MONTALENTI, *Mercato del controllo e contendibilità: il ragionevole declino della passivity rule*, in *Il diritto delle società oggi*, Utet, Torino, 2011, pp. 633 ss.; in senso contrario, F. CHIAPPETTA, *I patti parasociali nel Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in *Riv. soc.*, 4/1998, p. 1006, che ravvisa un adeguato equilibrio nella scelta del legislatore, al pari di R. COSTI, *I patti parasociali*, in *La riforma delle società quotate*, a cura di F. Bonelli, V. Buonocore, F. Corsi, R. Costi, F. Luzzi, A. Gambino, G. Jaeger, A. Patroni Griffi, Milano, 1998, p. 122. Sotto un ulteriore profilo, G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, p. 754 ha ravvisato il rischio che la neutralizzazione *ex lege* inducesse le società ad optare per strategie difensive alternative, non sottoposte a particolari limitazioni e problematiche sotto il profilo della trasparenza, quali i gruppi piramidali.

<sup>29</sup>Nel 1990, il 20% della capitalizzazione di borsa era riconducibile a società dotate di strumenti di coalizione tra gli azionisti, e tra questi i patti di sindacato avevano una diffusione pari al 18,1% della capitalizzazione. Dal 1990 al 2005, il numero di società che facevano ricorso ai patti parasociali è tendenzialmente aumentato (5% nel 1990, 11% nel 1998, 10,9% nel 2001, 12,3% nel 2003, 10,9% nel 2005), al pari della percentuale di società controllate da coalizioni tra azionisti (da 10,9% nel 1990 a 34,5% nel 2005, con una capitalizzazione di circa il 47%). In seguito, la diffusione dei patti parasociali ha subito un ulteriore incremento nel biennio 2006-2007, anni in cui circa 98 società quotate italiane risultavano coinvolte in 118 (nel 2006) e 130 (nel 2007) patti. Ancora, nel 2010 il 35,34% delle società quotate italiane faceva ricorso a patti parasociali, con una capitalizzazione di circa il 30%. Dal 1998 al 2010, quindi, il numero delle società controllate mediante patti parasociali è quasi raddoppiato passando da 28 a 51.

<sup>30</sup>I dati successivi al 2010 dimostrano una significativa inversione di tendenza, con particolare riferimento ai patti parasociali in funzione di mantenimento del controllo: alla fine del 2019, solo in 24 società era riscontrabile l'esercizio del controllo mediante accordi tra i soci, e la relativa capitalizzazione era scesa al 5,9% (rispetto al valore più elevato pari al 12,4% nel 2010); questa flessione è proseguita fino ad oggi.

dettagliatamente nel prosieguo – dalle azioni a voto c.d. “potenziato” (in particolare, dal voto maggiorato).

In secondo luogo, la natura imperativa della regola pare ormai inconciliabile con l’approccio di flessibilità definitivamente assunto dal legislatore in materia di tecniche di difesa e con l’introduzione di istituti quali il voto maggiorato. In questo senso, non sono chiare le ragioni per le quali la regola relativa ai patti parasociali non sia stata interessata dagli interventi di riforma.

Sembra possibile ipotizzare che la versione vigente dell’art. 123 TUF sia il frutto di una dimenticanza del legislatore o, al contrario, dello specifico intento di mantenere una sorta di “norma di bandiera” improntata verso la contendibilità. In entrambi i casi la scelta sembra, però, criticabile.

Da un lato, accogliendo la prima ipotesi, si finirebbe per dover constatare la mancanza di una politica del diritto dei mercati mirata e consapevole, orientata verso obiettivi coerenti.

Dall’altro, ipotizzando una funzione di “baluardo” della contendibilità in un’ottica di bilanciamento della natura opzionale della *breakthrough rule*, la scelta sarebbe comunque opinabile sotto il profilo dell’effettività, essendo stati i patti parasociali tendenzialmente sostituiti da dispositivi difensivi di natura diversa.

Da questo punto di vista, è interessante notare che, mentre i vincoli parasociali cadono in pendenza di Opa secondo un meccanismo inderogabile *ex lege*, la maggiorazione del voto – che ad oggi costituisce in effetti la “difesa” per eccellenza – tende a resistere al lancio di un’offerta pubblica. Con previsioni sostanzialmente prive di effettività attesa la scarsissima diffusione statutaria della regola di neutralizzazione<sup>31</sup>, infatti, il TUF si occupa del voto maggiorato in relazione alle Opa in due sole ipotesi entrambe limitate ai casi in cui la *breakthrough rule* sia prevista dallo statuto (*opt-in*).

La prima si riferisce alle assemblee della società bersaglio convocate per decidere sull’adozione di eventuali misure di contrasto all’offerta *ex art. 104 TUF*:

---

<sup>31</sup>Si veda *infra* par. 3.

in tale contesto, non vengono computati i voti attribuiti dalla maggioranza (art. 104-*bis*, c. 2, TUF).

La seconda riguarda la fase successiva alla chiusura di un'Opa mediante la quale il *bidder* sia arrivato a detenere almeno il 75% del capitale con diritto di voto della società bersaglio. In questo caso, nella prima assemblea successiva, per la modifica dello statuto e la nomina o revoca degli amministratori (o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza), il voto maggiorato non si applica (art. 104-*bis*, c. 3, TUF). Si tratta all'evidenza di una disposizione dotata di un ambito di applicazione soggettivamente ed oggettivamente limitato, in quanto presuppone che il *bidder* abbia conseguito almeno il 75% del capitale con diritto di voto, escludendo invece l'offerente che abbia comunque ottenuto il controllo della società bersaglio, riguardando peraltro soltanto il periodo post-Opa.

Una diversa spiegazione della persistente ostilità del legislatore verso i patti parasociali, in un'ottica di fiducia nella coerenza delle scelte di *policy* compiute, potrebbe rinvenirsi nella ritenuta idoneità dei sindacati a generare effetti negativi più gravosi rispetto alle altre difese preventive in termini di cristallizzazione degli assetti proprietari. Tuttavia, neppure tale conclusione parrebbe condivisibile in quanto, una volta neutralizzato il profilo di maggiore criticità dei sindacati, vale a dire l'opacità, essi non sembrano differenziarsi dalle altre difese sotto il profilo del livello di ingessamento dei gruppi di comando.

Alla neutralizzazione *ex lege* dei patti parasociali si affianca un'altra regola inderogabile in materia di tecniche di difesa da scalata ostile, quella relativa ai limiti alle partecipazioni reciproche tra società quotate, previsti dall'art. 121 TUF.

In sintesi, la norma prevede che, al di fuori dei casi di cui all'art. 2359-*bis* c.c.<sup>32</sup>, qualora due società quotate siano titolari di partecipazioni reciproche l'una

---

<sup>32</sup>L'art. 121 TUF si configura come norma speciale rispetto alla disciplina contenuta nell'art. 2359-*bis* c.c. relativa all'acquisto di azioni della controllante, atteso che le società considerate dall'art. 121 TUF sono quotate e, soprattutto, non sono legate da alcun rapporto di controllo; inoltre, è esclusa espressamente qualsiasi possibilità di applicazione cumulativa delle discipline. Diverse sono poi le finalità delle due disposizioni, essendo la norma codicistica volta ad evitare l'annacquamento patrimoniale e l'inquinamento della gestione della controllante, potenzialmente derivanti dal rapporto di controllo esistente tra le società coinvolte.

nel capitale dell'altra, la società che superi per seconda<sup>33</sup> il limite del 3% (o del 5% qualora si tratti di PMI) non può esercitare il diritto di voto relativo alle azioni eccedenti la soglia e ha l'obbligo di alienarle entro dodici mesi dal superamento del limite.

Tale regola è finalizzata a garantire la trasparenza degli assetti proprietari nei confronti del mercato, in un'ottica di salvaguardia e di potenziamento della contendibilità del controllo societario, che potrebbe essere compromessa dalla possibilità di realizzare incroci azionari senza limiti, con il conseguente rischio che il governo societario venga sottratto alle dinamiche del mercato<sup>34</sup>.

Tanto premesso, muovendo dal presupposto che i limiti quantitativi agli incroci azionari possono provocare degli effetti indesiderati in termini di contendibilità, l'art. 121, c. 5, TUF prevede la disapplicazione *ex lege* dei limiti qualora siano stati superati per effetto di un'Opa diretta a conseguire almeno il 60% delle azioni ordinarie; in tal caso, l'offerente non soggiace alle limitazioni alle partecipazioni reciproche di cui all'art. 121 del TUF.

La disposizione in commento sembra trovare la sua *ratio* nell'esigenza di favorire il ricambio del controllo mediante l'offerta pubblica di acquisto, impedendo alla società bersaglio di adottare la tecnica di difesa preventiva consistente nell'acquisto di azioni della società offerente sino al limite consentito dalla legge (c.d. "*pac-man defense*")<sup>35</sup>. Infatti, ove l'eccezione legale di cui al comma 5 non operasse, la società bersaglio potrebbe acquistare in via strumentale una partecipazione eccedente la soglia di rilevanza nella società offerente, al solo scopo di precludere a quest'ultima il lancio di un'Opa. In tale contesto l'offerente, superando per secondo la soglia di rilevanza, subirebbe la sanzione della sterilizzazione dei diritti di voto relativi alle azioni eccedenti la

---

<sup>33</sup>Cfr. Comunicazione Consob, 6 agosto 2003, n. 3052317, in cui si precisa che la priorità dipende dal momento dell'effettivo acquisto della partecipazione.

<sup>34</sup>A. TUCCI, *Gli assetti proprietari delle società quotate*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Zanichelli Editore, Torino, 2020, p. 1526.

<sup>35</sup>Si tratta di una manovra, particolarmente diffusa negli Stati Uniti, attraverso la quale la società bersaglio lancia a propria volta un'Opa contraria avente ad oggetto le azioni dell'offerente - o di una sua controllata - al fine di dissuaderlo dalla scalata e al contempo acquisirne il controllo.

soglia e il relativo obbligo di alienazione, e sarebbe pertanto disincentivato dal tentare l'acquisizione.

In altri termini, le partecipazioni incrociate sono idonee a tradursi in una barriera preventiva contro le Opa ostili qualora il relativo acquisto sia effettuato da una società che in anticipo venga a conoscenza del lancio imminente di un'offerta sui propri titoli, o che comunque voglia impedire per il futuro eventuali acquisizioni ostili. Pertanto, ove non fossero previsti dei correttivi, la società bersaglio potrebbe sfruttare a proprio vantaggio i limiti quantitativi imposti dal TUF creando i presupposti per far scattare il relativo divieto, in modo da bloccare *ex ante* il lancio di un'Opa.

Tuttavia, sebbene l'intento del legislatore fosse quello di accrescere la contendibilità del controllo delle società quotate evitando che i limiti alle partecipazioni reciproche potessero essere utilizzati come *escamotage* per cristallizzare le posizioni di comando, in realtà l'operatività dell'esenzione al solo caso di Opa diretta al conseguimento di almeno il 60% del capitale favorirebbe, secondo parte della dottrina, l'impiego della c.d. "*pac-man defense*" quale barriera preventiva anche nell'ordinamento italiano<sup>36</sup>.

Alla luce delle considerazioni che precedono, è indubbia, indipendentemente dalle relative ragioni, la contraddizione insita nella disciplina delle difese preventive, che sembrerebbe non rispondere più ad una logica unitaria. In particolare, in considerazione dell'approccio definitivamente adottato dal TUF in materia di difese e dell'attuale configurazione degli strumenti di concentrazione proprietaria, la rigidità della regola di cui all'art. 123, c. 3, TUF - originariamente volta alla promozione della contendibilità del controllo societario attraverso un intervento sul rapporto tra sindacati e tentativi di scalata - sembra aver perso la sua ragion d'essere, anche sotto il profilo dell'effettività.

---

<sup>36</sup>Sul punto, R. WEIGMANN, *La nuova disciplina delle OPA*, in *La riforma delle società quotate*, a cura di F. Bonelli, V. Buonocore, F. Corsi, R. Costi, F. Luzzi, A. Gambino, G. Jaeger, A. Patroni Griffi, Milano, 1998, p. 122.

**3. Dati empirici su (i) assetti proprietari e capitalizzazione delle società quotate italiane; (ii) lancio delle OPA e applicazione delle tecniche di difesa.** Come è noto, l'ordinamento italiano è caratterizzato da un'elevata concentrazione degli assetti proprietari delle società quotate in capo a gruppi ristretti di azionisti. Alla fine del 2021, le famiglie continuano ad essere i principali azionisti di riferimento, controllando il 63,4% delle società quotate; gli emittenti per i quali non è possibile individuare un *ultimate controlling agent* rappresentano il 19% circa del totale<sup>37</sup>.

In particolare, i dati relativi alla fine del 2021 attestano un incremento del grado di concentrazione proprietaria rispetto al passato: la quota del primo azionista è pari in media al 49% del capitale (47,6% nel 2020), mentre la quota del mercato è pari al 39% del capitale (40% nel 2020)<sup>38</sup>.

Al contempo, i dati indicano un livello piuttosto basso di sviluppo dei mercati azionari italiani, con 216 società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Euronext Milan (EXM), con una capitalizzazione complessiva superiore a 583 miliardi di euro<sup>39</sup> (a fronte delle 225 società quotate sull'MTA e una capitalizzazione complessiva pari a 486 miliardi di euro; delle 228 a fine 2019, con capitalizzazione complessiva superiore ai 537 miliardi di euro)<sup>40</sup>.

L'elevata concentrazione proprietaria delle società quotate italiane e lo scarso sviluppo dei mercati azionari incidono notevolmente sull'apertura alla contendibilità, ponendosi come barriere strutturali alla mobilità del controllo societario. In presenza di società sostanzialmente blindate nelle mani di pochi azionisti di comando e di un esiguo numero di titoli in circolazione, infatti, i potenziali offerenti sono tendenzialmente disincentivati dall'avviare offerte pubbliche di acquisto volte all'acquisizione del controllo.

Nella descritta realtà dei mercati italiani, infatti, le Opa si configurano generalmente come offerte concordate finalizzate alla rimozione delle società

---

<sup>37</sup>Consob, *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane*, 2022.

<sup>38</sup>Al contrario, negli anni precedenti si era registrato un lieve ma costante calo della concentrazione proprietaria delle società quotate, in quanto la quota del primo azionista era passata in media dal 48,7% nel 1998 al 47,6% nel 2020.

<sup>39</sup>Consob, *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane*, 2022.

<sup>40</sup>Consob, *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane*, 2021.

*target* dal listino di borsa (c.d. *delisting*)<sup>41</sup>. Nella prassi, solo in una minoranza di casi (circa 10 tra le 149 offerte lanciate dal 2007 al 2019)<sup>42</sup> l'Opa è stata impiegata come strumento volto all'acquisizione del controllo non preceduta da un accordo con la società bersaglio. Tale assetto riflette la forte concentrazione degli assetti proprietari in Italia, essendo invece le Opa non concordate più diffuse nei mercati in cui può effettivamente esprimersi la logica della contesa per il controllo societario in virtù di una maggiore fluidità degli assetti proprietari e di una minore propensione dei gruppi di comando a cristallizzare la propria posizione.

Sotto il profilo quantitativo, i dati attestano che negli anni della crisi (2007-2011) il numero di Opa è stato particolarmente elevato (23 offerte in media all'anno, di cui molte volontarie) in corrispondenza di un picco negativo del valore delle quotazioni.

Successivamente, ad una minore frequenza di offerte negli anni 2012-2014 (10 in media all'anno) è seguito un periodo (2015-2018) di elevata operatività (media di 21 offerte l'anno), non giustificata però – come era accaduto in passato – dal ribasso delle quotazioni, bensì dall'aumento delle offerte finalizzate al c.d. *delisting*.

Se in una prima fase (2008-2011) tale obiettivo era stato motivato dal crollo dei prezzi di borsa (-70%), a partire dal 2015 (dal 50% al 90% nel 2019) la tradizionale correlazione inversa tra frequenza delle offerte pubbliche di acquisto e *performance* di mercato dei titoli è parsa attenuarsi, con un incremento delle offerte dipeso dalla natura degli obiettivi perseguiti dai *bidders* e non dall'andamento negativo del mercato (che anzi aveva registrato un +27% nel periodo di riferimento).

Il *delisting*, infatti, ha cominciato a dipendere da esigenze di efficienza dell'impresa legate alla volontà di sottrarsi ai costi derivanti dallo *status* di società quotata (fra i quali, la vigilanza e il c.d. "scalino normativo"), e al cambio

---

<sup>41</sup>In particolare, tra il 2007 e il 2019 circa il 74% delle offerte totalitarie su titoli azionari quotati ha previsto un programma di *delisting* (come finalità propria ovvero come effetto connesso al mutamento del controllo).

<sup>42</sup>F. PICCO, V. PONZIANI, G. TROVATORE, M. VENTORUZZO, *Discussion paper Le OPA in Italia dal 2007 al 2019, Evidenze empiriche e spunti di discussione*, op. cit. nota 19, pp. 20 ss.

strutturale dei mercati dei capitali in relazione al *private equity*, riscontrandosi un atteggiamento di tendenziale “disaffezione” dalla quotazione<sup>43</sup>.

La tendenza al *delisting* è stata confermata dai dati relativi agli anni successivi. Infatti, Borsa italiana nel 2020 ha contato 21 operazioni di *delisting* completate (pari all’82%), di cui 10 sul MTA e 11 sull’AIM, sottolineando come nella maggior parte dei casi l’obiettivo della revoca dei titoli dalla quotazione sia stato raggiunto. Inoltre, il *delisting* si riferisce sempre più a società di grandi dimensioni e di elevata capitalizzazione: tra il 2007 e il 2013 ha riguardato un valore medio di capitalizzazione pari a 464 milioni di euro; nel periodo successivo il valore ha raggiunto 1.608 milioni di euro<sup>44</sup>.

Alla luce dei dati empirici richiamati, pare riscontrarsi una significativa deviazione dagli obiettivi originari dell’Opa, che non era di certo volta a rendere ulteriormente asfittico il mercato azionario italiano. Al contrario, l’Opa era stata disciplinata proprio per favorire la contendibilità del controllo societario, accrescere l’efficienza del mercato finanziario, garantendo la parità di trattamento tra gli azionisti della società bersaglio in caso di mutamento del controllo.

In Italia, invece, l’istituto pare ormai slegato dal concetto di acquisizione, per di più non concordata, del controllo societario da parte di un soggetto estraneo alla compagine sociale, risultando invece principalmente finalizzata al *delisting*, che nella quasi totalità dei casi viene realizzato, riuscendo di fatto a ridurre notevolmente l’apporto delle nuove ammissioni alla quotazione.

Un ulteriore profilo rilevante attiene alle tendenze delle società *target* (o potenziali bersagli) di Opa non concordate in relazione sia all’applicazione dei limiti normativi alle tecniche di difesa sia alla tipologia di dispositivi difensivi effettivamente impiegati.

Relativamente all’effettività dei limiti alle difese, l’indagine empirica svolta ai fini del presente lavoro ha rivelato che tra le società quotate sul MTA (oggi,

---

<sup>43</sup>A. SACCO GINEVRI, *OPA e delisting. Convegno Trent’anni di OPA dell’11 marzo 2022*, presso il Senato della Repubblica; F. PICCO, V. PONZIANI, G. TROVATORE, M. VENTORUZZO, *Discussion paper Le OPA in Italia dal 2007 al 2019, Evidenze empiriche e spunti di discussione*, op. cit. nota 19, pp. 20 ss.

<sup>44</sup>F. PICCO, V. PONZIANI, G. TROVATORE, M. VENTORUZZO, *Discussion paper Le OPA in Italia dal 2007 al 2019, Evidenze empiriche e spunti di discussione*, op. cit. nota 19, p. 41.

Euronext Milan, EXM) appartenenti all'indice FTSE Italia *All-Share*, soltanto nove (9) hanno derogato statutariamente alla regola di passività, e che nessun emittente titoli afferenti al predetto indice ha invece introdotto il meccanismo di neutralizzazione esercitando la facoltà di *opt-in*<sup>45</sup>.

Quanto ai dispositivi impiegati in concreto dalle società quotate italiane per difendersi contro acquisizioni non concordate, si segnala che gli strumenti tradizionali (patti parasociali, strutture piramidali, incroci azionari e azioni prive del diritto di voto) hanno registrato una sensibile diminuzione nel corso degli anni. In particolare, le società parte di gruppi verticali erano pari, a fine 2020, all'11,5% del listino di borsa (a fronte del 12,8% nel 2019; 15,5% nel 2018; 18,6% nel 2017; fino al 20% registrato nel 2010) e al 25,9% della capitalizzazione<sup>46</sup>.

Analogamente, è diminuito il ricorso ai patti parasociali come strumento di separazione tra proprietà e controllo: alla fine del 2019, solo 24 società erano controllate mediante accordi tra i soci, e la relativa capitalizzazione era scesa al 5,9% (rispetto al valore più elevato, pari al 12,4% nel 2010).

Infine, si è ridotto il numero di società che emettono azioni prive di diritto di voto, e in particolare azioni di risparmio (dalle 104 nel 1992 alle 11 a fine 2020); peraltro, i dati dimostrano che dal 2015 in poi nessuna società italiana ha emesso azioni prive di voto diverse da quelle di risparmio<sup>47</sup>.

A fronte dell'andamento decrescente di tali strumenti, un *trend* opposto si è registrato in relazione all'impiego del voto maggiorato.

A partire dal 2016, il dato è costantemente aumentato: a fine 2021, il voto maggiorato risulta previsto nello statuto di 69 emittenti rappresentativi di poco più del 18% del valore totale di mercato, con un andamento in costante crescita (33

---

<sup>45</sup>I dati indicati sono stati ottenuti attraverso l'analisi degli statuti delle società italiane con azioni quotate sull'EXM appartenenti all'indice FTSE Italia *All-Share*, per verificare quante di esse abbiano esercitato la facoltà di *opt-out* in relazione alla regola di passività e quella di *opt-in* rispetto al meccanismo di neutralizzazione. Le nove (9) società che hanno derogato alla *passivity rule* sono Alerion, Avio, Basicnet, El.En. Group, Equita Group, I Grandi Viaggi, Tamburi, Technogym e Wiit S.p.A.

<sup>46</sup>Consob, *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane*, 2021.

<sup>47</sup>F. GHEZZI, P. MARCHETTI, C. MOSCA, *Struttura e governance delle società quotate in Italia: commenti a margine del Rapporto Consob e di alcune analisi empiriche*, in *Riv. soc.*, 2/2020, p. 883.

nel 2016; 41 nel 2017; 47 nel 2018; 53 nel 2019; 64 nel 2020;), ed esso risulta efficace (in termini di maturazione della maggiorazione per gli azionisti) in 46 società<sup>48</sup>. Inoltre, il voto maggiorato è stato di recente adottato da varie società quotate per mitigare gli effetti negativi della pandemia e supportare la ripresa economica post-Covid<sup>49</sup>.

Diversa, invece, è naturalmente la situazione relativa al voto plurimo, presente in 4 società quotate alla fine del 2021 (3 a fine 2020). Tale assetto si spiega alla luce della disciplina più rigorosa delle azioni a voto plurimo, che non possono essere emesse da società quotate, essendo loro consentito il solo mantenimento di quelle eventualmente preesistenti rispetto alla data di quotazione. Pertanto, la diffusione di tale tipologia di voto potenziato tra le società quotate potrà aumentare solo all'esito di nuove quotazioni di emittenti dotati *ex ante* di azioni appartenenti a questa categoria<sup>50</sup>.

I dati rivelano, quindi, un fenomeno di tendenziale sostituzione dei tradizionali meccanismi di rafforzamento del controllo societario (cc.dd. "*control enhancing mechanisms*", CEMs) con il voto maggiorato, che rappresenta ad oggi il principale strumento di controllo e la tecnica di difesa per eccellenza, di gran lunga più diffusa rispetto ai gruppi piramidali, ai patti di sindacato e alle azioni di risparmio.

**4. La disciplina delle tecniche di difesa da scalata ostile nell'ambito del quadro normativo complessivo in materia di contendibilità del controllo societario.** Nel corso degli anni, il quadro normativo in materia di mercato del controllo societario si è progressivamente arricchito di disposizioni che, pur non riguardando strettamente la disciplina dei limiti alle tecniche di difesa e avendo anzi finalità più ampie o persino diverse rispetto a quelle proprie delle tecniche di

---

<sup>48</sup>Consob, *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, 2022*.

<sup>49</sup>Si pensi a UnipolSai e Unipol, che hanno previsto la maggiorazione del voto per garantire adeguata continuità alla gestione societaria attraverso la costituzione di un azionariato stabile che favorisca la crescita sostenibile e durevole dell'impresa. Questa misura, inoltre, è volta a fronteggiare il rischio di un aumento della diluizione azionaria in un'ottica di investimento di lungo periodo, contribuendo anche a bilanciare eventuali strategie di investimento a breve termine.

<sup>50</sup>F. GHEZZI, P. MARCHETTI, C. MOSCA, *Struttura e governance delle società quotate in Italia: commenti a margine del Rapporto Consob e di alcune analisi empiriche*, op. cit. nota 47, p. 884.

difesa *stricto sensu* intese, hanno inciso profondamente sulla capacità delle società di blindarsi di fronte al rischio di acquisizioni non gradite.

A questo punto, delineata la disciplina delle tecniche di difesa da Opa ostile nel Testo Unico della Finanza, si procederà all'analisi di alcuni dispositivi dotati, tra le altre finalità, di una chiara portata antisalata per le società quotate italiane: il voto maggiorato e i cc.dd. "golden powers".

**4.1. Voto maggiorato (e voto plurimo).** Il voto maggiorato e il voto plurimo sono due strumenti che, derogando al principio tradizionale "un'azione, un voto" (*one share, one vote*), consentono agli azionisti di stabilizzare e accrescere il proprio peso nell'assetto societario e di esercitare un notevole controllo sulla gestione, in modo non proporzionato alla partecipazione al capitale detenuta.

La disciplina in materia è stata profondamente innovata dal d.l. 24 giugno 2014, n. 91 (c.d. "decreto Competitività"), che ha introdotto nel TUF gli artt. 127-*quinquies* e *sexies*, contribuendo così al processo di definitiva erosione della rigida correlazione tra il potere degli azionisti e il rischio assunto e quindi l'investimento economico effettuato<sup>51</sup>.

Il legislatore ha, infatti, riconosciuto agli emittenti quotati la facoltà di prevedere nei propri statuti le azioni a voto maggiorato (cc.dd. "loyalty shares") come una sorta di "premio di fedeltà" a beneficio degli azionisti stabili (art. 127-*quinquies* TUF)<sup>52</sup>. In secondo luogo, alle società quotate è stato consentito di mantenere le azioni a voto plurimo emesse prima dell'inizio delle negoziazioni

---

<sup>51</sup>G.D. MOSCO, S. LOPREIATO, *Società quotate e disciplina speciale dei diritti dei soci*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. CERA e G. PRESTI, Zanichelli, Torino, 2020, pp. 1161 ss.

<sup>52</sup>Ai sensi dell'art. 127-*quinquies*, co. 1, TUF "Gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 2. In tal caso, gli statuti possono altresì prevedere che colui al quale spetta il diritto di voto possa irrevocabilmente rinunciare, in tutto o in parte, al voto maggiorato".

sui mercati regolamentati, con il divieto di emetterne di nuove dopo l'avvenuta quotazione (art. 127-*sexies* TUF)<sup>53</sup>.

Il voto maggiorato e il voto plurimo condividono due obiettivi rilevanti – espressamente indicati dal legislatore – essendo volti, da un lato, ad incentivare le nuove quotazioni e ad aumentare il flottante in sede di IPO, attenuando il timore dei soci-imprenditori di perdere il controllo della società a seguito della diluizione del capitale; dall'altro, ad assicurare all'ordinamento italiano una maggiore competitività rispetto agli Stati che già ammettevano varie categorie di voto "potenziato"<sup>54</sup>.

A questi obiettivi si aggiunge, per il solo voto maggiorato, la finalità premiale nei confronti degli azionisti stabili che mantengano la partecipazione per un periodo di tempo continuativo (non inferiore a ventiquattro mesi), con lo scopo ultimo di favorire gli investimenti di lungo periodo e stabilizzare gli indirizzi gestionali dell'impresa. In tal senso, a differenza del voto plurimo, la maggiorazione del voto, in quanto beneficio personale non legato all'azione ma all'azionista, consentirebbe di premiare la fedeltà degli azionisti e di scoraggiare così il c.d. "*short-termism*".

In realtà, in sede di applicazione, il voto maggiorato non pare in effetti essersi rivelato idoneo a favorire nuove quotazioni sui mercati regolamentati, che a partire dal 2010 (270 emittenti sul MTA) si sono al contrario drasticamente ridotte (scendendo a 230 nel 2016 fino ad arrivare a 216 nel 2021)<sup>55</sup>.

Inoltre, i meccanismi di potenziamento del voto non sembrano aver attratto nuovi investitori esteri né attenuato significativamente il fenomeno della "fuga" delle società da Borsa italiana, in quanto un numero crescente di emittenti

---

<sup>53</sup>Ai sensi dell'art. 127-*sexies*, co. 2, TUF "*Le azioni a voto plurimo emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato mantengono le loro caratteristiche e diritti. Se lo statuto non dispone diversamente, al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni, le società che hanno emesso azioni a voto plurimo ovvero le società risultanti dalla fusione o dalla scissione di tali società possono procedere all'emissione di azioni a voto plurimo con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse limitatamente ai casi di: a) aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile ovvero mediante nuovi conferimenti senza esclusione o limitazione del diritto d'opzione; b) fusione o scissione*".

<sup>54</sup>G.D. MOSCO, S. LOPREIATO, *Società quotate e disciplina speciale dei diritti dei soci*, op. cit. nota 51, pp. 1169 ss.

<sup>55</sup>Consob, *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane*, 2020, 2021 e 2022.

continua a quotarsi o a trasferire la propria sede legale all'estero (cc.dd. “*forum shopping*” e “*listing shopping*”), anche indipendentemente dal diverso grado di flessibilità della disciplina sul voto multiplo.

Infine, anche per quanto concerne l'effetto “premiante” nei confronti dei *loyal shareholders*, l'effettività del voto maggiorato sembra esigua. Da un lato, si consideri il tendenziale disinteresse degli azionisti risparmiatori verso diritti diversi da quelli aventi contenuto patrimoniale, a causa della c.d. “apatia razionale” che li connota. Dall'altro, la maggiorazione non sembra produrre effetti significativi neppure nei confronti degli investitori istituzionali, rischiando al contrario di essere controproducente a causa delle difficoltà operative ad essa connesse e dell'inidoneità ad incidere sulle prerogative (diverse dal voto) attraverso le quali essi esercitano di solito il monitoraggio sulla gestione<sup>56</sup>.

Dunque, a ben vedere, l'unico effetto che sembra derivare dal voto maggiorato (al pari del voto plurimo) consiste nella cristallizzazione degli assetti proprietari delle società quotate italiane a beneficio degli azionisti di comando, i quali sono così posti in condizione di consolidare la propria posizione di controllo pur detenendo partecipazioni piuttosto esigue<sup>57</sup>, e anzi potendo persino ridurre la quota di capitale detenuta in maniera proporzionale al moltiplicatore di voto.

In questo modo, i meccanismi di voto “potenziato” consentono ai gruppi di comando di blindarsi *ex ante* impedendo anche quei cambiamenti del controllo potenzialmente vantaggiosi per l'impresa e per il mercato.

Da ultimo, con il d.l. 19 maggio 2020, n. 34 (c.d. “decreto Rilancio”) il legislatore sembrava<sup>58</sup> voler intervenire sulla disciplina del voto plurimo, consentendo a tutte le società quotate di prevedere nel proprio statuto

---

<sup>56</sup>G.D. MOSCO, S. LOPREIATO, *Società quotate e disciplina speciale dei diritti dei soci*, op. cit. nota 51, pp. 1169 ss.

<sup>57</sup>In questo senso, M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 1/2015, pp. 134 ss.; G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr. giur.*, 2/2015, pp. 153 ss.; E. MARCHISIO, *La «maggiorazione del voto» (art. 127 quinquies T.u.f.): récompense al socio «stabile» o truccage del socio di controllo?*, in *Banca borsa*, 1/2015, pp. 78 ss.

<sup>58</sup>L'art. 45 della bozza del decreto “Rilancio” non è stato poi confermato nella versione definitiva del decreto, e l'estensione generalizzata del voto plurimo a tutte le società quotate non è alla fine stata realizzata.

l'emissione di azioni a voto plurimo anche dopo la quotazione e controbilanciando tale strumento con la tutela delle minoranze attraverso la procedura del c.d. "whitewash".

La giustificazione espressamente fornita a sostegno di tale ampliamento era quella di limitare il fenomeno dello spostamento delle sedi legali delle società italiane all'estero motivato dalla volontà di beneficiare di un regime giuridico più favorevole in materia di voto plurimo.

Peraltro, la finalità perseguita era anche quella di scongiurare il rischio di acquisizioni ostili a danno delle società quotate italiane, consentendo agli azionisti di controllo di avvalersi di uno strumento per rafforzare la propria posizione, con una chiara funzione difensiva<sup>59</sup>.

Dopo l'abbandono del progetto di estensione generalizzata del voto plurimo a tutte le quotate in sede di adozione del d.l. n. 34/2020, si rileva un nuovo tentativo di intervenire sulla disciplina del voto plurimo con il disegno di legge "Capitali"<sup>60</sup>, che all'art. 13 propone di modificare l'art. 2351, c. 4, c.c. elevando da 3 a 10 il limite massimo di voti esercitabili per ciascuna azione nelle società prossime alla quotazione<sup>61</sup>. L'obiettivo dichiarato è quello di favorire nuove quotazioni ed accrescere la competitività del quadro normativo italiano per le società quotate, contrastando altresì la migrazione verso gli ordinamenti stranieri.

In disparte le perplessità che la proposta suscita in virtù degli effetti del voto plurimo e maggiorato sino ad oggi registrati in termini di raggiungimento

---

<sup>59</sup>Secondo il *Global Wealth Planning Advisory Italy* di Ubs Global Wealth Management (GWM), l'estensione del voto plurimo a tutte le società quotate, oltre a disincentivare gli spostamenti delle sedi legali all'estero, potrebbe costituire uno strumento più adeguato rispetto al *golden power* per proteggere le società di interesse strategico contro il rischio di scalate predatorie a prezzi di saldo. Al contempo, Ubs GWM osserva che poche sono le società quotate che dopo la quotazione hanno mantenuto le azioni a voto plurimo emesse prima dell'inizio delle negoziazioni, affermando che la causa di tale circostanza è da ravvisarsi nel timore di perdere attrattività nei confronti degli investitori, poco propensi ad investire in società caratterizzate da un basso livello di contendibilità del controllo.

<sup>60</sup>Disegno di legge n. 674 presentato il 21 aprile 2023, attualmente in corso di esame presso la Commissione Finanza e Tesoro del Senato.

<sup>61</sup>Accanto alla modifica del voto plurimo, vi è la proposta avanzata da alcuni *stakeholders* (in particolare, Assonime - Associazione per le società per azioni italiane, e Borsa Italiana) di intervenire con il ddl anche sulla disciplina del voto maggiorato aumentando il relativo moltiplicatore (sino a 10) anche per le società già quotate.

degli obiettivi annunciati, è dunque evidente la generale tendenza del legislatore italiano verso un progressivo rafforzamento dei meccanismi di voto “potenziato”.

**4.2. Golden powers.** Tradizionalmente, gli Stati occidentali si sono dotati di strumenti di difesa delle imprese strategiche contro il rischio di acquisizioni predatorie, alla ricerca di un complesso bilanciamento tra l'interesse alla sicurezza degli assetti strategici, la libertà d'impresa e d'iniziativa economica, la contendibilità dei mercati nazionali e la loro attrattività per gli investimenti esteri.

Nell'ordinamento italiano l'esigenza di difesa degli interessi nazionali è stata soddisfatta attraverso il riconoscimento allo Stato di poteri speciali (cc.dd. “*golden powers*”), progressivamente ampliati in relazione ai soggetti interessati e ai meccanismi di intervento dello Stato.

La disciplina nazionale dei poteri speciali, infatti, è stata negli anni profondamente innovata, passando da un modello imperniato sull'esigenza di assicurare allo Stato il mantenimento del controllo sostanziale sulle società strategiche in via di privatizzazione per il tramite di una posizione privilegiata (c.d. “*golden share*”) nella compagine sociale<sup>62</sup>, alla predisposizione di un potere che, in quanto diretta estrinsecazione della sovranità, investe trasversalmente settori ritenuti strategici e operatori totalmente privati<sup>63</sup>.

A fronte delle censure mosse alla disciplina italiana della *golden share* dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea<sup>64</sup>, con il d.l. 15 marzo 2012, n. 21 è stata realizzata una radicale riforma dei poteri speciali dello Stato, tramite

---

<sup>62</sup>Si trattava del diritto speciale di nomina di amministratori e sindaci, del gradimento all'assunzione di partecipazioni rilevanti, del diritto di veto all'adozione di delibere societarie straordinarie.

<sup>63</sup>E. CAMPAGNANO, *Le nuove forme del partenariato pubblico-privato. Servizi pubblici e infrastrutture*, CEDAM, 2020, pp. 64 ss.

<sup>64</sup>Cfr. Corte di Giustizia CE, sentenza 23 maggio 2000, causa C-58/99 e sentenza 26 marzo 2009, causa C-326/07, in cui la Corte di Giustizia ha dichiarato la disciplina italiana sulla *golden share* in contrasto con le libertà di stabilimento e di circolazione dei capitali (ex artt. 49 e 63 TFUE), chiarendo che i principi del diritto europeo non ostano ad una normativa nazionale che, in relazione ad interessi pubblici primari, introduca un potere speciale in favore dello Stato, purché: (i) l'esercizio del potere sia giustificato da “motivi imperativi di interesse generale” e non avvenga con modalità discriminatorie; (ii) le restrizioni all'esercizio delle suddette libertà fondamentali rispettino il principio di proporzionalità; (iii) la normativa indichi chiaramente i presupposti di esercizio e il contenuto del potere fissando “criteri obiettivi, stabili e preventivamente resi pubblici”.

l'attribuzione al Governo di prerogative esercitabili in tutte le società operanti nei settori di rilevanza strategica, indipendentemente dalla partecipazione al capitale sociale (c.d. “*golden power*”).

In sintesi, l'assetto normativo definito nel 2012 si fonda sull'individuazione dei soggetti passivi dell'esercizio dei poteri sulla base del criterio oggettivo della “strategicità” del settore in cui essi operano o detengono attivi strategici. In questa prospettiva, i settori della difesa e della sicurezza nazionale (art. 1, d.l. 21/2012), e quelli dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni (art. 2, d.l. 21/2012) delimitavano in origine il perimetro di intervento dello Stato.

Accanto all'obbligo di notifica di determinati acquisti di partecipazioni, i poteri speciali consistono nell'imposizione di impegni e condizioni all'acquisto di partecipazioni, nel diritto di veto all'adozione di delibere societarie di natura straordinaria, nell'opposizione all'acquisto di partecipazioni.

Negli ultimi anni, il quadro normativo in materia di *golden powers* è stato interessato da molteplici modifiche che si sono stratificate e in parte sovrapposte, anche sulla scorta del mutato approccio assunto dall'Unione europea in materia di investimenti esteri diretti con il regolamento 2019/452/UE.

In particolare, con un intervento temporaneo ed emergenziale volto a proteggere le società strategiche dal rischio di operazioni speculative favorite dal ribasso dei corsi azionari dovuto alla pandemia<sup>65</sup>, il d.l. 8 aprile 2020, n. 23 (c.d. “decreto Liquidità”) ha esteso l'ambito di applicazione dei poteri speciali fino a ricomprendervi tutti i settori strategici indicati dall'art. 4, par. 1, regolamento 2019/452/UE (i.e., infrastrutture critiche; tecnologie critiche e prodotti a duplice uso; sicurezza dell'approvvigionamento di fattori produttivi critici; accesso a informazioni sensibili; libertà e pluralismo dei *media*). Inoltre, l'obbligo di notifica è stato esteso agli acquisti di partecipazioni di controllo anche da parte di soggetti

---

<sup>65</sup>In tale scenario, la stessa Commissione europea, preoccupata che la congiuntura economica negativa potesse incentivare acquisizioni predatorie a danno dei settori strategici dell'Unione Europea, causando la “*perdita di risorse e tecnologie critiche*”, ha invitato gli Stati membri ad “*avvalersi appieno, sin da ora, dei meccanismi di controllo degli investimenti esteri diretti*” (cfr. Commissione europea, comunicazione COM (2020)1981 del 26 marzo 2020).

europei, nonché a quelli di partecipazioni “di minoranza”<sup>66</sup> da parte di soggetti *extra-UE*; è stato infine attribuito al Governo il potere di intervenire d’ufficio, anche in assenza della notifica da parte dei soggetti interessati.

In piena coerenza con l’intervento sui *golden powers* e in funzione di tutela del valore economico delle società italiane contro scalate predatorie, l’art. 17 del decreto “Liquidità” è intervenuto sull’art. 120 TUF modificando i commi *2-bis* e *4-bis*.

Anzitutto, nell’ottica di rafforzare la trasparenza dei mercati e la tutela degli investitori, è stata riconosciuta alla Consob la facoltà di abbassare temporaneamente le soglie ordinarie (3% e 5%) ai fini dell’obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, indipendentemente dal livello di capitalizzazione delle società. Infatti, dalla norma è stato espunto il riferimento all’*“elevato valore corrente di mercato”*, con la conseguenza che l’abbassamento della soglia di rilevanza può essere realizzato anche nei confronti di piccole e medie imprese non quotate *“ad azionariato particolarmente diffuso”* qualora ciò sia giustificato *“dall’esigenza di tutela degli investitori, nonché di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali”* (art. 120, c. *2-bis*, TUF)<sup>67</sup>.

In secondo luogo, modificando la c.d. “norma anti-scorrerie” (art. 120, c. *4-bis*, TUF), il decreto Liquidità ha anticipato la soglia rilevante ai fini degli obblighi di *disclosure* degli obiettivi perseguiti in capo agli acquirenti di partecipazioni particolarmente rilevanti (superiori al 10%, 20%, 25%) nel capitale sociale con diritto di voto delle società quotate. In particolare, è stato attribuito all’Autorità di vigilanza il potere di abbassare, per un periodo di tempo limitato, le soglie

---

<sup>66</sup>Si tratta delle partecipazioni che attribuiscono una quota di diritti di voto o di capitale almeno pari al 10% nel caso in cui il valore complessivo dell’investimento superi 1 milione di euro, nonché delle acquisizioni che determinano il superamento delle soglie del 15, 20, 25, 50% del capitale.

<sup>67</sup>La Consob ha esercitato questo potere abbassando per un periodo di tre mesi la soglia di rilevanza all’1% per le società quotate diverse dalle PMI, e al 3% per le PMI quotate, cfr. Delibera Consob n. 21326 del 9 aprile 2020. Con la medesima delibera – seguita dalle Delibere n. 21352 del 6 maggio 2020 e n. 21404 del 17 giugno 2020 – l’Autorità ha altresì introdotto la soglia di 5% per la c.d. “dichiarazione di intenzioni” (art. 120, c. *4-bis*, TUF) limitatamente ad un elenco di società quotate con azionariato diffuso non sottoposte a controllo di diritto, nonché alle società operanti nei settori agroalimentare e siderurgico.

ordinarie al 5% per le società ad azionariato particolarmente diffuso. In questo modo, si è consentito alle società potenziali bersagli di Opa ostili di conoscere già prima della comunicazione di cui all'art. 102 TUF – momento da cui decorre la regola di passività – le intenzioni del *bidder* ed eventualmente implementare tecniche di difesa senza la necessità della preventiva autorizzazione assembleare, sfruttando le informazioni acquisite attraverso la *market disclosure* anticipata<sup>68</sup>.

Sebbene i *golden powers* e la c.d. “norma anti-scorrerie” si differenzino nettamente sotto il profilo dei destinatari delle comunicazioni, delle relative modalità e degli ambiti di applicazione, entrambe si iscrivono in un disegno unitario del legislatore nazionale - confermato, del resto, dalla Camera dei deputati in relazione al d.l. n. 23/2020<sup>69</sup> - cioè, quello di proteggere le società italiane da tentativi di scalate ostili e garantire la loro stabilità nel lungo periodo.

A seguito dello scoppio della guerra in Ucraina, il regime è stato ulteriormente rafforzato con il d.l. 21 marzo 2022, n. 21 (c.d. “decreto Ucraina”), che ha esteso l’obbligo di notifica a tutte le delibere ed operazioni delle società strategiche che implicino cambiamenti nella titolarità, nel controllo, nella disponibilità degli assetti ovvero il cambiamento della loro destinazione. Inoltre, sono stati stabilizzati sia l’estensione soggettiva dell’obbligo di notifica ai soggetti *intra*-UE, inclusi quelli nazionali, relativamente alle acquisizioni del controllo nei soli settori di cui all’art. 2, d.l. n. 21/2012 (comunicazioni, energia, trasporti, salute, agroalimentare, finanziario), sia l’obbligo di notifica per gli acquisti di “partecipazioni di minoranza” da parte dei soggetti *extra*-UE.

**5. Conclusioni: attualità e prospettive delle tecniche di difesa da scalata ostile e della complessiva regolamentazione dell’OPA. Quale mercato del controllo in Italia?** Si era aperto il presente lavoro chiedendosi se

---

<sup>68</sup>V. ANTONELLI, *Brevi note sulla norma “anti-scorrerie” alla luce delle delibere Consob n. 21320 e 21327 del 2020*, in Archivio CERADI, 2021, p. 16.

<sup>69</sup>La Camera, infatti, inserisce le modifiche alla norma anti-scorrerie “*nel quadro degli interventi connessi all’esercizio dei poteri speciali del Governo*” (cfr. Relazione illustrativa al d.l. n. 23/2020 - A.C. 2461 del 15 aprile 2020).

la disciplina sui limiti posti dal TUF alle tecniche di difesa da scalata ostile potesse considerarsi ancora oggi al centro dell'inesauribile dibattito sul mercato del controllo societario.

Alla luce della descritta evoluzione normativa in materia, è possibile a questo punto svolgere delle riflessioni sull'approccio che il legislatore italiano sembra aver adottato in ordine al contemperamento tra l'apertura dei mercati e delle strutture di governo societario alla contendibilità, da un lato, la stabilità degli assetti proprietari delle società italiane e la tutela dell'"italianità" del sistema produttivo, dall'altro, ragionando sul ruolo che in tale contesto la disciplina delle difese da scalata ostile pare aver assunto.

In linea generale, in virtù della rilevanza che le tecniche di difesa hanno tradizionalmente avuto nel dibattito teorico e nelle intenzioni originarie del legislatore nazionale, le scelte di *policy* compiute in materia avrebbero dovuto incidere sulla morfologia del mercato dei capitali italiano.

Nella sua versione originaria, il TUF era ispirato dall'obiettivo di contribuire allo sviluppo del mercato dei capitali nazionale, al fine di diminuire la dipendenza delle imprese dal sistema bancario e accrescere il ruolo dei mercati finanziari quale fonte di sviluppo delle nostre imprese e di crescita dell'intero sistema economico. A tal fine, il legislatore, preso atto dell'elevato livello di concentrazione degli assetti societari, aveva privilegiato un approccio rigido in materia di difese contro le acquisizioni ostili, volto a favorire *tout court* la contendibilità del controllo in una prospettiva di efficienza e dinamicità dei mercati.

Successivamente, dopo una stagione intermedia (in sede di recepimento della direttiva Opa) in cui l'obiettivo della contendibilità era stato ulteriormente accentuato, si era aperta una fase di massima difesa delle società italiane di fronte al rischio di acquisizioni non concordate. Sebbene tale approccio "difensivo" fosse inizialmente giustificato dalla crisi finanziaria, la logica sottesa agli interventi emergenziali ha finito per radicarsi nel quadro normativo e assumere una prospettiva strutturale.

Il testo vigente del TUF, infatti, benché nelle intenzioni del legislatore dovesse delineare un quadro più equilibrato di operatività dei limiti posti alle difese, si caratterizza in realtà per un significativo indebolimento rispetto all'approccio originario, con una sostanziale inversione della filosofia ispiratrice.

Tanto chiarito, l'analisi svolta nel presente lavoro induce a dubitare circa l'effettiva idoneità della regolamentazione attuale delle tecniche di difesa ad incidere sul livello di mobilità del controllo societario in Italia, sia in virtù delle scelte progressivamente compiute dal legislatore sia alla luce della realtà societaria.

Anzitutto, la disciplina dei limiti posti alle difese da scalata ostile sembra essere il frutto di molteplici interventi normativi rispondenti a logiche diverse, che si sono sovrapposte negli anni. Tale approccio si traduce in disposizioni non solo di difficile lettura e coordinamento, ma anche di complesso inquadramento all'interno di un progetto coerente di politica del diritto.

Infatti, da una disciplina orientata alla massima contendibilità del controllo in una prospettiva di efficiente funzionamento del mercato dei capitali (attraverso una regola di passività inderogabile e un diritto di recesso *ad nutum* dai patti parasociali), passando per una radicalizzazione momentanea dell'obiettivo (regole di passività e di neutralizzazione imperative) e poi per un eccesso in senso opposto in ottica difensiva (entrambe le regole facoltative), si è giunti infine ad una soluzione "depotenziata" in materia di difese, con una regola di passività derogabile (art. 104 TUF) e un meccanismo di neutralizzazione soltanto opzionale (art. 104-*bis* TUF).

Peraltro, la disciplina delle difese si caratterizza per un'incoerenza di fondo, particolarmente evidente nella circostanza che alla flessibilità della regola di neutralizzazione non corrisponde un approccio analogo per i patti parasociali, ancora oggi sottoposti ad una sterilizzazione *ex lege* che appare difficilmente giustificabile.

Da un lato, il legislatore ha progressivamente riconosciuto alle società piena libertà nella definizione del grado di apertura dei propri assetti relativamente alle regole sui limiti alle difese.

Dall'altro, ha mantenuto un atteggiamento di sostanziale ostilità verso una tecnica di difesa preventiva (i patti parasociali) non più così diffusa come in passato e in effetti sostituita dal voto maggiorato, la cui regolamentazione in pendenza di Opa è invece interamente rimessa all'autonomia statutaria.

La rilevanza del descritto mutamento di filosofia in materia di limiti alle difese si coglie soprattutto considerando complessivamente il quadro normativo sulla contendibilità del controllo societario.

In questo senso, l'ago della bilancia sembra essersi progressivamente spostato verso strumenti che, pur non costituendo tecniche difensive in senso proprio e perseguendo un ventaglio diverso o comunque più ampio di finalità, finiscono per ridurre notevolmente la contendibilità e per piegarsi in funzione difensiva degli assetti proprietari.

Si pensi al rafforzamento dei poteri speciali dello Stato e dei meccanismi di voto "potenziato".

In relazione al *golden power*, la recente estensione dell'ambito di applicazione conferma la tendenza verso un progressivo potenziamento degli strumenti attraverso i quali lo Stato interviene nell'economia a tutela degli *assets* strategici.

In questo senso, se all'epoca dell'introduzione del d.l. n. 21/2012 l'attenzione era focalizzata sull'esigenza, di matrice soprattutto europea, di approntare un regime giuridico in grado di contemperare l'economia di mercato e la sovranità nazionale nell'ottica di evitare un uso eccessivo del *golden power*, in epoca più recente sembra aver prevalso una più marcata necessità dello Stato di difendere l'"italianità" delle imprese nazionali, anche a fronte dell'avanzata economica e tecnologica dei privati.

Già prima della pandemia e della guerra, a partire dal regolamento UE sugli investimenti esteri diretti, l'approccio di assoluto *favor* verso la libertà d'impresa e la libera circolazione dei capitali in ambito europeo aveva lasciato il posto ad un atteggiamento di maggiore cautela nei confronti degli investimenti.

Questa tendenza è stata confermata dalla legislazione nazionale degli ultimi anni, che ha individuato la difesa degli attivi strategici come obiettivo

prioritario e trasformato definitivamente il *golden power* nello strumento attraverso il quale lo Stato, in settori progressivamente più ampi e nei confronti di soggetti sempre più numerosi, è in grado di incidere sul grado di contendibilità dei mercati nazionali e sul livello di attrattività delle imprese per gli investimenti esteri<sup>70</sup>.

Un ulteriore elemento da considerare attiene alle modalità con cui il legislatore è intervenuto per fronteggiare le conseguenze negative del Covid-19 e della guerra in Ucraina sui mercati finanziari italiani.

A causa del drammatico crollo degli indici azionari e dell'estrema volatilità dei mercati, le società italiane sono state esposte ad un aumentato rischio di manovre speculative a prezzi di saldo e di investimenti esteri diretti idonei a pregiudicare gli interessi essenziali dello Stato.

È interessante notare come in tale contesto, a differenza delle crisi passate (in cui, si ricorda, le regole di passività e di neutralizzazione erano state rese facoltative), il legislatore non è intervenuto sui limiti alle difese, bensì ha rafforzato ulteriormente i *golden powers* e tentato di estendere il perimetro applicativo del voto plurimo.

Ebbene, l'estensione del controllo governativo ad una vasta fascia di settori ed operatori economici, avviata per fronteggiare le conseguenze economiche di eventi straordinari, sembra aver superato l'impostazione emergenziale e transitoria in favore di una prospettiva permanente di ampliamento strutturale dei "poteri speciali".

In modo ancor più evidente, il legislatore con il voto maggiorato, a fronte della crisi finanziaria del 2008 e dei bassissimi livelli di capitalizzazione delle società quotate, oltre a voler favorire nuove quotazioni, aveva avvertito l'esigenza di dotare gli emittenti di uno strumento difensivo contro il rischio di scalate predatorie cc.dd. "*brown*", soprattutto da parte di soggetti esteri, volte al depredamento delle nostre società.

---

<sup>70</sup>F. BIANCONI, *I golden powers nella legislazione d'emergenza: riflessioni a margine dell'estensione dei poteri speciali governativi*, in *Contratto e impresa*, 1/2022, p. 20; A. SACCO GINEVRI, *I golden powers fra Stato e mercato ai tempi del Covid-19*, in *Giur. comm*, 2/2021, p. 285.

Seguendo una filosofia analoga, nel contesto di estrema turbolenza dei mercati finanziari e di maggiore rischio di acquisizioni ostili legato alla pandemia e alla guerra, il legislatore sembrava voler valorizzare il voto plurimo come strumento in grado di stabilizzare e rafforzare il controllo societario nelle mani dei gruppi di comando originari.

Sebbene il progetto di estensione generalizzata espresso dalla bozza del c.d. “decreto Rilancio” non si sia effettivamente tradotto in atti, non si può non rilevare una generale tendenza dell’ordinamento italiano al rafforzamento del voto “potenziato”, iniziata con il d.l. n. 90/2014 e destinata probabilmente a proseguire, anche tenuto conto del recente disegno di legge “Capitali” attualmente in discussione.

Accanto alle scelte compiute dal legislatore italiano, rilevano anche i profili di applicazione societaria delle regole in materia di difese e dei dispositivi difensivi.

L’indagine empirica svolta attesta che: (i) pochissime sono le società quotate sull’EXM che hanno derogato alla regola di passività e nessuna ha introdotto il meccanismo di neutralizzazione nel proprio statuto; (ii) è in costante aumento il numero di emittenti che impiega il voto maggiorato.

Alla luce di tali evidenze, sembra possibile affermare che i limiti previsti dal TUF per le tecniche di difesa da scalata ostile non trovano effettiva applicazione nella realtà societaria, registrandosi al contempo un fenomeno di tendenziale sostituzione dei tradizionali meccanismi di rafforzamento del controllo con la maggiorazione del voto.

In definitiva, le stesse società quotate hanno finito per disinteressarsi alle opzioni statutarie ammesse dal TUF in materia di difese, prediligendo un terreno diverso di definizione del grado di apertura o di chiusura dei propri assetti alla contendibilità del controllo.

La “partita” tra contendibilità e difesa, quindi, sembra ormai giocarsi non più sul campo della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto, bensì su quello dell’intervento nei confronti delle (peraltro, rare) acquisizioni non concordate del controllo attraverso il voto maggiorato (o plurimo) o il *golden power*.

Al contrario, la disciplina dei limiti posti alle tecniche di difesa da scalata ostile sembra aver perso la propria originaria centralità nel *trade off* tra contendibilità e difesa, dovendo essere inquadrata in un coacervo di misure sempre più variegata predisposte dal legislatore e privilegiate dalle società (voto maggiorato, voto plurimo, *golden powers*).

Dunque, il modello originario imperniato sulla rilevanza delle tecniche di difesa quale terreno elettivo di contrapposizione tra gli interessi sottesi alla regolamentazione del controllo e di una eventuale loro composizione (in termini di apertura ovvero chiusura alla contendibilità), sembra essere stato sostituito da un approccio in cui le “difese” in senso tecnico non svolgono più un ruolo chiave.

Più in generale, sorgono delle perplessità guardando all’assetto complessivo delle scelte regolatorie compiute dal legislatore in materia di Opa.

Basti pensare alle numerose modifiche apportate al TUF per fronteggiare i periodi di crisi. Alcune di queste si sono configurate come transitorie (e.g., il potere della Consob di abbassare le soglie per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti e della c.d. “dichiarazione di intenzioni” ex art. 120, commi 2 e 4-*bis*, TUF); altre, invece, lungi dall’essere limitate alla congiuntura economica negativa, sembrano essere espressione di una “logica difensiva dell’emergenza”, divenuta però strutturale.

È questo, almeno in parte, il caso della disciplina dei limiti alle tecniche di difesa. In particolare, la regola di neutralizzazione ha definitivamente assunto la natura opzionale che le era stata attribuita negli anni della crisi finanziaria.

In modo simile, può essere letta la regolamentazione del voto maggiorato e del voto plurimo, che una volta superata la fase critica, hanno comunque mantenuto la loro inedita portata applicativa, con la visibile tendenza verso un progressivo rafforzamento.

Ad una sorte analoga sembra essere destinata la disciplina dei *golden powers*, la cui estensione realizzata durante la pandemia è stata ormai sostanzialmente introdotta a regime.

In conclusione, pare che la regolamentazione del mercato del controllo societario sia innervata da modifiche piuttosto estemporanee con le quali il

legislatore è intervenuto all'occorrenza al fine di fronteggiare fasi di bassa capitalizzazione.

In definitiva, anche alla luce dei più recenti sviluppi normativi (come il ddl "Capitali"), sembra possibile sostenere che se, da un lato, le tecniche di difesa (e i relativi limiti) sono state svuotate della loro originaria rilevanza tanto nelle scelte del legislatore quanto nella prassi societaria, dall'altro l'esigenza difensiva delle società è stata pienamente (anzi, ancor di più) soddisfatta attraverso la predisposizione di uno strumento (i.e., il voto maggiorato) che – in origine esteso alle quotate per fronteggiare una congiuntura economica avversa – consente oggi di realizzare una "super blindatura" della compagine azionaria prima della quotazione e di approntare una difesa *ex ante* a scapito dell'interesse alla contendibilità del controllo.

In questo senso, la logica emergenziale che ha ispirato molte delle modifiche sembra essersi radicata nel quadro normativo nazionale tanto da aver assunto una connotazione quasi strutturale e da aver orientato la regolamentazione in materia di controllo societario in un'ottica di sostanziale chiusura alla contendibilità.