



**Schema di decreto legislativo recante disposizioni integrative e correttive del  
decreto legislativo 19 novembre 2007, n. 229**

**Osservazioni di Confindustria**

**Premessa**

Lo schema di decreto legislativo contenente disposizioni integrative e correttive della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto (OPA) mira soprattutto a razionalizzare le norme relative all'azione di concerto. Le modifiche introdotte sono, nel complesso, condivisibili, poiché consentono di superare talune incertezze di carattere interpretativo emerse nella prassi e, almeno in parte, le rigidità dell'attuale sistema, con l'obiettivo di allineare il Testo Unico della Finanza (TUF) al contenuto della direttiva 2004/25/CE.

Tuttavia, con riferimento all'azione di concerto persistono talune criticità, che Confindustria aveva già segnalato nella fase di consultazione informale promossa dal Ministero dell'Economia e che, come si vedrà nel seguito, meriterebbero un ulteriore ripensamento, anche alla luce del nuovo assetto che si è inteso dare alla relativa disciplina.

Su un piano più generale, si rileva come l'intervento proposto risulti incompleto, poiché non tocca aspetti di particolare interesse per gli emittenti, quali quelli relativi alla determinazione del prezzo d'offerta e alla disciplina dell'OPA preventiva, che andrebbero pertanto riconsiderati, soprattutto al fine di contribuire all'efficienza del mercato del controllo societario in Italia. In quest'ottica, nel presente documento sono formulate alcune proposte che non sono oggetto dello schema di decreto, ma che sarebbe opportuno segnalare al Governo in vista della definitiva approvazione dei correttivi.

**Osservazioni sullo schema di decreto**

*Articolo 1, comma 1, lett. c) e d) - (modifica all'art. 101-bis, comma 4 e inserimento del comma 4-bis)*

Lo schema di decreto correttivo apporta significative modifiche alla disciplina dell'azione di concerto. Il d.lgs. n. 229/2007, nel recepire la Direttiva 2004/25/CE, aveva incluso tra le fattispecie da cui presumere, senza possibilità di prova contraria, l'esistenza del concerto l'ipotesi di *soggetti che cooperano tra loro al fine di ottenere il controllo della società emittente* (art. 101-bis, co. 4, lett. d). In questo modo, il

legislatore italiano aveva recepito un principio della Direttiva facendone una presunzione *juris et de jure* dell'esistenza del concerto.

Lo schema di decreto correttivo risolve un'evidente anomalia, considerata l'incompatibilità tra il modello della presunzione assoluta e la nozione di *cooperazione*, che è generica sul piano definitorio e, soprattutto, richiede essa stessa di essere dimostrata. Pertanto, il nuovo co. 4 dell'art. 101-*bis* TUF trasferisce l'ipotesi della cooperazione dal novero delle presunzioni assolute nella nuova definizione generale di "*persone che agiscono di concerto*". Quest'ultima fa riferimento ai casi in cui più soggetti cooperino mediante un accordo, che può assumere qualsiasi forma, al fine di acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente, ovvero anche solo per contrastare un'OPA promossa da terzi.

Tale modifica, qualificando le ipotesi di cooperazione quali presunzioni semplici, ammette in questi casi la possibilità di dimostrare l'inesistenza del concerto, oltre a consentire l'individuazione di fattispecie ulteriori rispetto a quelle assistite da presunzione assoluta (di cui al nuovo co. 4-*bis*).

In questo modo, si intende opportunamente diversificare le varie ipotesi di concerto, secondo un principio di proporzionalità che consente di superare le rigidità dell'attuale impostazione e di scongiurare, al tempo stesso, le relative incertezze applicative.

Si segnala però un'incongruenza – probabilmente un refuso – nel testo della Relazione illustrativa. Nella parte di commento alle modifiche proposte all'art. 109, co. 3, TUF (su cui v. *infra*) si fa riferimento alla nuova definizione generale di concerto *ex art. 101-bis*, co. 4, specificando che essa rende *possibile individuare altre fattispecie di concerto, ulteriori a quelle menzionate al comma 4-bis e assistite da presunzione assoluta*. Questa formulazione rischia di ingenerare confusione, è contraria al dato normativo e a quanto riportato nella stessa Relazione, nel commento alle modifiche proposte all'art. 101-*bis*.

Occorre, pertanto, eliminare dal testo della Relazione le parole "*...e assistite dalla presunzione assoluta*".

Quanto alle singole ipotesi di presunzione assoluta del concerto, è apprezzabile la modifica alla lettera a), co. 4-*bis*, dell'art. 101-*bis*, laddove esclude dal novero dei patti parasociali rilevanti ai fini del concerto quelli *volti a favorire o contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta*, compresi gli impegni a non aderirvi (art. 122, co. 5, lett. d-*bis*).

Tale esclusione è coerente con la richiamata nuova definizione generale di concerto, basata sulla *cooperazione*, che contempla proprio i casi di intese volte ad acquisire il controllo di un emittente (o anche a mantenerlo/rafforzarlo) o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta.

Con riferimento all'ipotesi di cui alla lettera d), co. 4, dell'art. 101-*bis*, invece, andrebbe valutata l'opportunità di circoscrivere la portata della norma, che include tra le persone che agiscono di concerto anche una società e i suoi amministratori, consiglieri di gestione o sorveglianza o direttori generali. Situazioni di questo tipo dovrebbero far presumere l'esistenza di un concerto, senza possibilità di prova contraria, solo qualora vi sia uno stretto coordinamento tra la società e i componenti dell'organo di gestione,

ad esempio nei casi in cui questi ultimi siano titolari di deleghe esecutive e, quindi, in grado di determinare le scelte - anche d'investimento - della società stessa.

Articolo 2, comma 4 - (modifiche all'art. 109, comma 3)

Sempre in tema di azione di concerto, lo schema di decreto modifica l'art. 109, co. 3, TUF, ai sensi del quale le ipotesi di concerto assistite da presunzione assoluta *assumono rilievo anche congiuntamente*. L'effetto dell'attuale disposizione è di determinare un eccessivo ampliamento delle ipotesi di concerto, rendendo possibile l'aggregazione tra situazioni profondamente diverse tra loro, con la conseguente difficoltà di accertare, in concreto, le ipotesi rilevanti. Ciò si pone in contraddizione rispetto al carattere di presunzioni assolute attribuito alle singole fattispecie, che fanno riferimento a situazioni precise (es., patti parasociali, rapporto di controllo o di amministrazione, etc.), ma anche distinte tra loro e, quindi, non assimilabili né tantomeno confondibili.

La proposta di correttivo lascia inalterata la possibilità del "rilievo congiunto", mitigandone però gli effetti, poiché si consente la prova contraria, vale a dire la possibilità di dimostrare che non sussistano le condizioni di cui alla nuova definizione generale di concerto (art. 101-bis, c. 4).

È apprezzabile l'intenzione del legislatore, tuttavia l'intervento proposto non risolve tutte le criticità applicative sopra evidenziate. A tal fine, la previsione del rilievo congiunto andrebbe eliminata, anche perché l'esigenza di garantire la necessaria flessibilità alla disciplina del concerto (ribadita anche nella Relazione illustrativa) è ormai assicurata dall'introduzione della definizione di cui al nuovo art. 101-bis, co. 4.

Quest'ultima, come anticipato, nel delineare una fattispecie generale di concerto dai confini particolarmente ampi (la cooperazione rileva infatti anche in presenza di accordi taciti, meramente verbali, invalidi o inefficaci), consente già di individuare condotte considerate, fino a prova contraria, elusive degli obblighi in materia di OPA e ulteriori rispetto a quelle assistite da presunzione assoluta (di cui al nuovo co. 4-bis).

Articolo 3, comma 2 (modifiche all'art. 122)

Lo schema di decreto uniforma i termini degli adempimenti pubblicitari di comunicazione alla Consob, di pubblicazione sulla stampa e di deposito presso il Registro delle imprese dei patti parasociali, fissandoli a 5 giorni.

Viene inoltre previsto un nuovo obbligo per le società quotate: una volta ricevuta la comunicazione della stipula di un patto che le riguardi, le società dovranno provvedere senza indugio a darne pubblicità, secondo modalità che verranno stabilite dalla Consob con regolamento.

A questo proposito, appare eccessiva rispetto alla *ratio* degli obblighi pubblicitari connessi ai patti parasociali l'attribuzione alle società, alle quali i patti si riferiscono, di un ulteriore onere di pubblicazione. Tale obbligo dovrebbe piuttosto rimanere in capo ai soli soci che ne sono parte, senza imporre agli emittenti adempimenti aggiuntivi. Peraltro, la disciplina di trasparenza attualmente prevista in materia (art. 122 TUF) risulta già idonea a garantirne la conoscibilità.

È condivisibile, invece, la proposta esenzione dagli obblighi informativi in caso di patti aventi ad oggetto diritti di voto inferiori alla soglia (2% del capitale) prevista dall'art. 120, co. 2, TUF in tema di comunicazione delle partecipazioni rilevanti. Ciò in quanto tale previsione risponde a una logica di semplificazione degli adempimenti richiesti a coloro che concludano accordi non in grado di incidere significativamente sugli assetti di controllo dell'emittente, agevolando così anche l'esercizio dei diritti riconosciuti dal TUF alle minoranze azionarie.

## **Ulteriori proposte di correttivi in materia di OPA**

### Modifiche all'art. 106 TUF

Il recepimento della Direttiva comunitaria ha comportato un'importante modifica alle modalità di calcolo del prezzo dell'OPA obbligatoria. Infatti, l'art. 106, co. 2, TUF, prevede che l'offerta debba essere promossa a un prezzo non inferiore a quello più alto pagato dall'offerente nei 12 mesi precedenti l'offerta. Quest'ultimo criterio non è più temperato dalla media dei prezzi di mercato degli ultimi 12 mesi, come nella precedente versione della norma. Il legislatore del TUF aveva preferito quest'ultimo sistema in considerazione delle caratteristiche del mercato del controllo italiano (particolarmente concentrato), in modo da rendere meno costose le OPA e favorire la contendibilità delle imprese quotate.

Sul punto, la Direttiva ha compiuto una scelta precisa in favore del criterio del prezzo più alto pagato dall'offerente, lasciando però ai legislatori nazionali un margine di autonomia quanto al periodo da prendere in considerazione ai fini del calcolo, da un minimo di 6 a un massimo di 12 mesi. Il decreto di recepimento (n. 229/2007) ha utilizzato quest'ultima opzione, con l'obiettivo di garantire massima tutela agli azionisti di minoranza della società *target*. Ciò rischia però di rendere più difficili le OPA, se non addirittura del tutto diseconomiche in periodi - come l'attuale - di forte flessione dei mercati, poiché il divario tra il corso attuale del titolo e il prezzo più alto pagato nei 12 mesi precedenti l'offerta può essere consistente. Si ritiene necessario, pertanto, rivedere questa scelta, riducendo l'intervallo temporale da considerare ai fini del prezzo dell'OPA obbligatoria, in linea con l'esigenza di rendere più efficiente il mercato del controllo societario, nonché con l'originaria impostazione del TUF.

### Modifiche all'art. 107 TUF

La disciplina dell'OPA preventiva parziale, contenuta all'art. 107 TUF, deroga al principio dell'OPA obbligatoria, secondo cui chi viene a detenere una partecipazione superiore al 30% deve promuovere un'offerta pubblica totalitaria, cioè rivolta a tutti gli azionisti della società alle medesime condizioni. L'art. 107 stabilisce infatti che l'obbligo di OPA totalitaria non sussiste se il superamento della soglia del 30% è dovuto al lancio di una precedente offerta su almeno il 60% di titoli appartenenti alla stessa categoria e sempre che ricorrano ulteriori condizioni: in particolare, quella secondo cui l'offerente (e i soggetti che abbiano agito in concerto con lui) non debba aver

acquistato partecipazioni superiori all'1% nei 12 mesi precedenti il lancio dell'offerta preventiva parziale o nel corso della stessa.

Al riguardo, sarebbe opportuno intervenire su tali norme, semplificandone i presupposti, per rendere più agevole il ricorso all'OPA preventiva parziale, in grado di favorire la contendibilità e il ricambio negli assetti di controllo, quale valida alternativa all'OPA totalitaria.

Da un lato, infatti, la prassi applicativa ha mostrato uno scarso ricorso all'OPA preventiva, a causa dei rigidi presupposti previsti dal citato art. 107 che la rendono poco praticabile, dall'altro le modifiche introdotte in sede di recepimento della Direttiva al criterio di determinazione del prezzo dell'OPA totalitaria, rafforzano l'esigenza di semplificare la disciplina dell'OPA preventiva. Ciò in quanto il criterio del prezzo più alto pagato comporta che i soggetti interessati all'acquisizione del controllo sono disincentivati ad effettuare un'OPA totalitaria, in quanto chiamati ad investire somme ingenti, senza poter disporre di una modalità alternativa, quale un meccanismo di OPA preventiva parziale accessibile a condizioni semplificate.

Sarebbe opportuno, pertanto, agevolare il ricorso all'OPA preventiva parziale, elevando dall'1% al 5% il limite alle partecipazioni che l'offerente può acquistare nei 12 mesi precedenti l'offerta (art. 107, co. 1, lett. a). Ciò in quanto il periodo di tempo eccessivamente ampio (un anno) considerato dalla norma vigente potrebbe ricomprendere acquisti effettuati dall'offerente senza che questi avesse ancora maturato l'intenzione di promuovere un'offerta.

**Roma, 21 luglio 2009**