

Legge OPA – Il Governo rende opzionali la *passivity rule* e la *breakthrough rule*

Milano/Roma
10 dicembre 2008

Con l'articolo 13 del decreto-legge 29 novembre 2008, n. 185 (“decreto-legge 185/2008”)¹, il Consiglio dei Ministri ha modificato radicalmente la disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto o scambio (“OPA”) aventi ad oggetto titoli² emessi da società italiane quotate³.

Le modifiche riguardano la *passivity rule* (o principio di neutralità dell'organo amministrativo), la *breakthrough rule* (o regola di neutralizzazione) e il principio di reciprocità contenuti, rispettivamente, negli articoli 104, 104-*bis* e 104-*ter* del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modifiche (il “TUF”).

Tali norme costituiscono i tratti maggiormente caratterizzanti e dibattuti della disciplina OPA contenuta nella Direttiva 2004/25/CE (“Direttiva OPA”). La Direttiva OPA attribuisce, infatti, agli Stati Membri la facoltà di rimettere alle società quotate la scelta (che è reversibile) in merito all'applicazione della *passivity rule* e della *breakthrough rule* (art. 12, comma 1 e 2, Direttiva OPA). Inoltre, gli Stati Membri hanno facoltà di esonerare le società che abbiano scelto di applicare la *passivity rule* o la *breakthrough rule* dall'applicazione di tale norme, qualora l'offerente non sia soggetto a disposizioni equivalenti nel proprio Paese (art. 12, comma 3, Direttiva OPA).

In sede di attuazione della Direttiva OPA nel novembre 2007, il legislatore italiano, coerentemente con l'impostazione delle norme da tempo vigenti, aveva deciso di rendere obbligatoria l'applicazione della *passivity rule* e nel contempo aveva introdotto la *breakthrough rule* e il principio di reciprocità.

L'articolo 13 del decreto-legge n. 185/2008 rovescia tale scelta, rendendo opzionale l'applicazione della *passivity rule* e della *breakthrough rule*. Fino al 28 novembre 2008, la *passivity rule*, la *breakthrough rule* e il principio di reciprocità si

¹ Pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 280 del 29 novembre 2008 - Suppl. Ordinario n. 263.

² Per “titoli” s'intendono gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria (art. 101-*bis*, comma 2, TUF).

³ Per “società italiane quotate” s'intendono le società con sede legale nel territorio italiano e con titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato comunitario (art. 101-*bis*, comma 1, TUF).

applicavano a tutte le società italiane quotate. Dal 29 novembre 2008, la *passivity rule* e la *breakthrough rule* si applicano esclusivamente alle società italiane quotate i cui statuti espressamente lo prevedano. Il principio di reciprocità si applica anch'esso alle società italiane quotate che abbiano optato per l'applicazione della *passivity rule* o della *breakthrough rule*.⁴

L'intento delle modifiche alla normativa OPA è di consentire alle società italiane quotate di scegliere se essere o meno contendibili, in occasione del particolare momento di mercato che ne ha significativamente ridotto la capitalizzazione di borsa.⁵

Le modifiche introdotte, tuttavia, non sono limitate nel tempo. Esse comportano una riscrittura del sistema normativo dell'OPA, con importanti implicazioni per i doveri fiduciari degli amministratori rispetto alla contendibilità del controllo di una società quotata. In particolare, fino ad ora, non soltanto le misure di difesa "successive" rispetto al lancio di un'OPA erano soggette alla *passivity rule*, ma tale norma inderogabile rendeva inefficaci, in pratica, misure di difesa "preventive". Pur nell'incertezza delle implicazioni sistematiche della recente riforma, che richiederanno riflessioni da parte dell'autorità di mercato, della giurisprudenza e degli altri interpreti, si può dire fin d'ora che l'intervento del legislatore spinge le società quotate a compiere un'attenta disamina delle proprie opzioni nei confronti delle regole statutarie e di *governance* che potrebbero influenzare il mercato del controllo delle società stesse.

1. La *passivity rule* (art. 104 TUF)

La *passivity rule* è una regola cardine della normativa italiana sull'OPA sin dal 1992. La formulazione finora vigente risaliva al TUF (1998) ed era stata modificata solo in maniera marginale in sede di attuazione della Direttiva OPA nel dicembre 2007 (art. 9, commi 2 e 3, Direttiva OPA).⁶

⁴ La presente nota illustra solo le modifiche apportate dal decreto-legge n. 185/2008 al regime vigente fino al 28 novembre 2008 e, pertanto, non contiene una completa descrizione della normativa in materia di OPA.

⁵ Si veda al riguardo l'audizione del Presidente della Consob del 14 ottobre 2008 presso la 6° Commissione Finanze e Tesoro del Senato della Repubblica "*La crisi finanziaria internazionale e i suoi riflessi sull'economia italiana*", pag. 24.

⁶ La relazione della Commissione europea del febbraio 2007 relativo allo stato di attuazione della Direttiva OPA al 31 gennaio 2007 (*Commission Staff Working Document, Report on the implementation of Directive on Takeover Bid*, Brussels, 21.02.2007, SEC(2007) 268, la "Relazione CE") mostrava la seguente situazione: Austria, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Lettonia, Lituania, Malta, Portogallo, Regno Unito, Slovacchia, Slovenia, Svezia e Ungheria avevano reso obbligatoria la *passivity rule*; Danimarca, Germania e Lussemburgo rimettevano alle società la scelta in merito all'applicazione della *passivity rule*.

Con riferimento ai Paesi che, alla data di tale rapporto, non avevano attuato la Direttiva OPA, la situazione è la seguente: Cipro, Estonia, Repubblica Ceca e Spagna hanno reso obbligatoria l'applicazione della *passivity rule*, mentre Belgio, Paesi Bassi e Polonia rimettono la scelta alle società.

Tale regola impone alla società *target* di astenersi dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, salvo che l'atto o l'operazione sia autorizzata dall'assemblea (ordinaria o straordinaria a seconda della natura o oggetto dell'atto o dell'operazione).⁷ L'obbligo si applica dalla comunicazione dell'intenzione (o dell'obbligo) di promuovere l'OPA e fino alla chiusura dell'offerta o fino a quando l'offerta stessa decada.

Fino al 28 novembre 2008, la *passivity rule* si applicava a tutte le società italiane quotate. A seguito delle modifiche introdotte dal decreto-legge n. 185/2008, saranno soggette alla *passivity rule* solo le società italiane quotate i cui statuti prevedranno l'applicazione di tale norma.

L'articolo 13 del decreto-legge n. 185/2008 ha introdotto un'ulteriore novità rispetto al regime in vigore sino al 28 novembre 2008. Non è più richiesto che la delibera assembleare di autorizzazione delle misure difensive (ove richiesta dallo statuto) sia approvata con la maggioranza di almeno il 30% del capitale sociale e, quindi, si applicheranno le regole ordinarie in materia di *quora* deliberativi.⁸ Tale maggioranza

Gli Stati Membri che non impongono la *passivity rule* sono quindi solo 7 (inclusa, dal 29 novembre 2008, l'Italia). Inoltre, se è vero che in Germania le società hanno la facoltà di scegliere se applicare la *passivity rule* della Direttiva OPA, peraltro le società che non effettuano tale scelta sono soggette alle previsioni del Wertpapiererwerbs-und Übernahmegesetz, il quale al §33 contiene una *passivity rule* di seguito sommariamente riassunta: a far data dalla pubblicazione della decisione di promuovere l'offerta, il consiglio di gestione (*Vorstand*) non può adottare misure di contrasto dell'offerta; tale regola, non si applica alle iniziative che un consiglio di gestione, prudente e diligente, avrebbe adottato qualora l'offerta non fosse stata promossa, alla ricerca di offerte concorrenti o alle operazioni autorizzate dal consiglio di sorveglianza (ad eccezione delle materie di competenza dell'assemblea dei soci) (*Aufsichtsrat*). Inoltre, l'assemblea generale (*Hauptversammlung*) può autorizzare in via preventiva il compimento di operazioni di contrasto all'offerta: l'autorizzazione ha durata per 18 mesi e richiede un *quorum* deliberativo di tre quarti del capitale sociale (salvo che lo statuto non preveda una maggioranza più elevata).

⁷ L'autorizzazione assembleare è richiesta per l'attuazione di ogni decisione presa prima della comunicazione dell'offerta, che non sia ancora stata attuata in tutto o in parte, che non rientri nel corso normale delle attività della società e la cui attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta (art. 104, comma 1-ter, TUF). La mera ricerca di altre offerte non è considerata un atto di contrasto agli obiettivi dell'offerta e, quindi, non richiede l'approvazione assembleare (art. 104, comma 1-bis, TUF). Inoltre, anche con la recente riforma, resta ferma la responsabilità degli amministratori, dei componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiute (art. 104, comma 1-bis, TUF).

⁸ Si ricorda che l'assemblea ordinaria è regolarmente costituita con l'intervento di tanti soci che rappresentino, in prima convocazione, almeno la metà del capitale sociale e delibera a maggioranza assoluta, salvo che lo statuto non richieda una maggioranza più elevata. In seconda convocazione l'assemblea delibera a maggioranza assoluta, qualunque sia la parte di capitale rappresentata dai soci partecipanti.

L'assemblea straordinaria è, invece, regolarmente costituita con l'intervento di tanti soci che rappresentino, in prima convocazione, almeno la metà del capitale sociale (o la maggiore percentuale prevista dallo statuto), in seconda convocazione, oltre un terzo del capitale sociale (o la maggiore percentuale prevista dallo statuto) e, nelle convocazioni successive, almeno un quinto del capitale sociale (o la maggiore percentuale prevista dallo statuto). L'assemblea straordinaria

speciale (non prevista dalla Direttiva OPA) era in effetti idonea a rendere particolarmente ardua l'autorizzazione di misure difensive.

2. La *breakthrough rule* (art. 104-bis TUF)

La *breakthrough rule* è stata introdotta nella normativa italiana in sede di attuazione della Direttiva OPA (art. 11 Direttiva OPA). Tale norma rende inapplicabili, qualora sia promossa un'OPA, le disposizioni che ostacolano l'effettuazione della stessa⁹ contenute nello statuto della società *target* o in patti parasociali e sterilizza gli speciali poteri di controllo eventualmente spettanti agli azionisti esistenti¹⁰.

In sede di attuazione della Direttiva OPA, l'Italia è stata uno dei pochi Paesi a scegliere di rendere obbligatoria la *breakthrough rule*.¹¹ A seguito delle modifiche introdotte dall'articolo 13 del decreto-legge n. 185/2008, saranno soggette alla *breakthrough rule* solo le società italiane quotate i cui statuti prevedranno l'applicabilità di tale norma.¹²

Peraltro, anche se la società non opta di applicare la *breakthrough rule*, è fatto salvo dalla recente riforma il diritto degli azionisti che intendano aderire ad un'OPA di

delibera con il voto favorevole di oltre i due terzi del capitale rappresentato in assemblea (ovvero oltre la metà del capitale sociale, in qualsiasi convocazione, in caso di aumento di capitale da liberarsi in denaro e con esclusione del diritto in opzione).

⁹ Si tratta delle seguenti disposizioni: restrizioni al trasferimento delle azioni; limitazioni al diritto di voto nelle assemblee che si svolgono in applicazione della *passivity rule*; limitazioni al diritto di voto o diritti speciali di nomina o revoca di amministratori o componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza nelle assemblee convocate per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, in esito ad un'OPA in cui l'offerente abbia raggiunto almeno il 75% del capitale votante.

¹⁰ Qualora l'OPA abbia successo, l'offerente è tenuto a corrispondere un equo indennizzo per l'eventuale pregiudizio patrimoniale subito dai titolari dei diritti che l'applicazione della *breakthrough rule* abbia reso non esercitabili (cfr. nota precedente), purché le disposizioni statutarie o contrattuali che costituiscono tali diritti fossero efficaci anteriormente all'annuncio dell'intenzione (o dell'obbligo) di promuovere l'OPA. In mancanza di accordo, l'ammontare dell'indennizzo eventualmente dovuto è fissato dal giudice in via equitativa, avendo riguardo, tra l'altro, al raffronto tra la media dei prezzi di mercato del titolo nei dodici mesi antecedenti la prima diffusione della notizia dell'OPA e l'andamento dei prezzi successivamente all'esito positivo dell'OPA.

¹¹ La Relazione CE metteva in evidenza la seguente situazione. Oltre all'Italia, solo la Lettonia e la Lituania avevano reso obbligatoria la *breakthrough rule*. Austria, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Lussemburgo, Malta, Portogallo, Regno Unito, Svezia, Slovacchia, Slovenia, Ungheria rimettevano alle società la scelta in merito all'applicazione della *breakthrough rule*. Con riferimento ai Paesi che, alla data di tale rapporto, non avevano attuato la Direttiva OPA, la situazione è la seguente: Estonia ha successivamente reso obbligatoria l'applicazione della *breakthrough rule*; Belgio, Cipro, Paesi Bassi, Polonia, Repubblica Ceca e Spagna rimettono la scelta alle società.

¹² La *breakthrough rule* non si applica alle società cooperative.

recedere senza preavviso dai patti parasociali, ai sensi dell'articolo 123, comma 3, del TUF.¹³

3. Principio di reciprocità (art. 104-ter TUF)

Il principio di reciprocità, introdotto nella normativa italiana in sede di attuazione della Direttiva OPA (art. 12, comma 3, Direttiva OPA), prevede che la *passivity rule* e/o la *breakthrough rule* non si applichino alla società *target* se l'offerente (o un soggetto controllato dall'offerente) non sia soggetto a disposizioni equivalenti (in caso di concerto, è sufficiente che solo uno degli offerenti non sia soggetto a disposizioni equivalenti).

Il decreto-legge n. 185/2008 conferma tale scelta, con riferimento, ovviamente, alle sole società italiane quotate i cui statuti prevedano l'applicazione della *passivity rule* o della *breakthrough rule*¹⁴.

Si segnala che il potere dell'organo amministrativo di ricorrere a misure difensive non consegue automaticamente all'assenza di una situazione di reciprocità. Infatti, qualsiasi misura difensiva idonea a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'OPA promossa in assenza di reciprocità deve essere stata previamente autorizzata dall'assemblea in vista di un'eventuale OPA nei diciotto mesi anteriori alla comunicazione dell'OPA da parte dell'offerente¹⁵.

4. Efficacia delle disposizioni del decreto-legge n. 185/2008

Le disposizioni del decreto-legge n. 185/2008 perderanno efficacia sin dal 29 novembre 2008 qualora non saranno convertite in legge dalle Camere entro 60 giorni

¹³ Art. 104-bis, comma 1, TUF. Inoltre, rimangono salvi i poteri speciali attribuiti al Ministero dell'Economia e delle Finanze e agli enti pubblici locali dall'articolo 2 del decreto-legge 31 maggio 1994 n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994 n. 474 (relativo alle procedure di dismissione di partecipazioni dello stato e degli enti pubblici in società per azioni) e i limiti al possesso azionario e al diritto di voto di cui all'articolo 3 del medesimo decreto-legge (introdotti negli statuti di tali società in sede di dismissione di tali partecipazioni).

¹⁴ La Relazione CE evidenziava la seguente situazione. Il principio di reciprocità era previsto nei seguenti Paesi: Danimarca, Francia (solo con riferimento alla *passivity rule*), Germania, Grecia, Lussemburgo, Portogallo, Slovenia e Ungheria. I seguenti Paesi non prevedevano il principio di reciprocità: Austria, Finlandia, Irlanda, Lettonia, Lituania, Malta, Regno Unito, Svezia e Slovacchia. Con riferimento ai Paesi che, alla data di tale rapporto, non avevano attuato la Direttiva OPA, la situazione è la seguente: Belgio, Cipro (solo con riferimento alla *breakthrough rule*), Paesi Bassi, Polonia, Repubblica Ceca e Spagna prevedono l'applicazione del principio di reciprocità; Estonia non prevede l'applicazione del principio.

¹⁵ Pertanto, le società italiane che opteranno per l'introduzione della *passivity rule* dovranno premurarsi di rinnovare regolarmente l'autorizzazione assembleare preventiva al fine di attuare manovre difensive in caso di OPA promossa da offerenti che non sono soggetti a tale (od equivalente) regola: tali potenziali offerenti includono anche società italiane (cfr. nota 21), oltre alle società aventi sede legale in uno degli altri Stati Membri che non impongono tale (od equivalente) regola e non l'abbiano adottata volontariamente e alle società extra comunitarie che non siano soggette a disposizioni equivalenti.

dalla pubblicazione (e, quindi, entro il 28 gennaio 2009). Le Camere hanno il potere di regolare con legge i rapporti giuridici sorti sulla base di decreti non convertiti in legge.¹⁶

5. Opzioni per le società

Le modifiche alla normativa OPA impongono alle società italiane quotate di esaminare le regole che regolano il mercato del loro controllo ed assumere decisioni al riguardo.

La principale scelta da effettuare riguarda l'opzione se introdurre la *passivity rule* (art. 104 TUF) e/o la *breakthrough rule* (art. 104-bis TUF) nello statuto ad una prossima assemblea dei soci (e quindi, prevedibilmente, in occasione della prossima assemblea di bilancio).

1. Quanto a tale scelta, le società possono in primo luogo decidere di non optare per l'applicazione della *passivity rule* (art. 104 TUF) o della *breakthrough rule* (art. 104-bis TUF). In tal caso, non è richiesta alcuna modifica statutaria o altra iniziativa da parte della società.

Qualora, tuttavia, una società decida di non introdurre tali regole e di divenire, pertanto, meno contendibile, essa dovrà anche domandarsi se semplicemente non modificare il proprio statuto, oppure considerare l'adozione di ulteriori barriere di tipo "preventivo". Come detto, se, nel silenzio di interpreti e autorità di vigilanza, è ancora difficile delineare i confini dell'apertura dell'ordinamento italiano alle difese di tipo "preventivo", non vi è dubbio che il fondamento giuridico esplicito, che rendeva tali difese in pratica inefficaci, sia ora venuto meno.¹⁷ Nel valutare tali eventuali sistemi

¹⁶ Il Governo ha il potere di legiferare tramite decreto in casi straordinari di necessità ed urgenza. La Corte Costituzionale ha il potere di dichiarare, qualora la questione sia sollevata in corso di un giudizio, l'incostituzionalità di norme adottate mediante decreto-legge qualora ritenga che non vi sia un caso straordinario di necessità ed urgenza di legiferare.

¹⁷ A scopo soltanto esemplificativo, le società quotate potrebbero valutare l'emissione di azioni il cui diritto di voto sia subordinato (art. 2351, comma 2, cod. civ.) all'effettuazione di un'OPA o al superamento di una determinata percentuale di capitale sociale da parte di soggetti terzi; ovvero l'emissione di categorie di azioni speciali convertibili in azioni ordinarie (art. 2348, comma 2, cod. civ.) o la maturazione di diritti per la sottoscrizione di nuove azioni al ricorrere degli eventi sopra menzionati. Ovviamente, nel considerare tali operazioni dovrà effettuarsi anche una valutazione dell'impatto che le modifiche del capitale avrebbero sul corso delle azioni ordinarie e dei destinatari di tali strumenti. Tra le ulteriori ipotesi di manovre difensive di competenza dell'assemblea si segnalano altresì le operazioni di acquisto di azioni proprie e la delega all'organo amministrativo ad aumentare il capitale.

Gli organi amministrativi delle società che non adottano la *passivity rule* potrebbero, altresì, considerare manovre difensive preventive che non richiedono una delibera assembleare (quali, ad esempio, opzioni *put* per la vendita di *crown jewels*, clausole di *change of control*, *golden parachutes* in favore di alti dirigenti). Tali azioni andranno valutate con cautela, avuto riguardo all'interesse sociale e alla responsabilità degli amministratori. Dovranno altresì essere rispettati gli obblighi di *disclosure* descritti alla nota n. 22.

difensivi “preventivi” particolare attenzione andrà ad ogni modo prestata per i limiti derivanti dai principi del diritto societario italiano e le problematiche relative alle norme sul diritto di recesso degli azionisti.

Ad ogni modo si segnala che la scelta di non applicare tali norme sposterà l’attenzione sul funzionamento delle regole in materia di rappresentanza assembleare, *quora* assembleari, sollecitazione di deleghe e conflitti di interesse in assemblea: è, infatti, ipotizzabile che un offerente, in assenza delle tutele che gli garantirebbero la *passivity rule* e la *breakthrough rule*, perseguirà la strada della sostituzione dell’organo amministrativo.

2. Diversamente, le società quotate potranno segnalare al mercato l’intenzione di mantenere lo stesso grado di contendibilità posseduto prima dell’intervento del legislatore e introdurre nei propri statuti la *passivity rule* (art. 104 TUF)¹⁸ ed eventualmente, in tutto o in parte, la *breakthrough rule* (art. 104-bis TUF)¹⁹. Tale opzione richiede una modifica statutaria. Ai sensi dell’articolo 12, comma 2, della Direttiva OPA, la società deve comunicare a Consob (e a tutte le autorità di vigilanza dei Paesi in cui i suoi titoli sono ammessi – o è stata presentata richiesta di ammissione – alla negoziazione su un mercato regolamentato) la decisione di applicare la *passivity rule* o la *breakthrough rule*²⁰.

L’opzione dell’introduzione della *passivity rule* e della *breakthrough rule* dovrebbe essere attentamente considerata da società italiane quotate che intendano procedere ad acquisizioni mediante OPA su società con sede legale in uno Stato Membro dell’Unione Europea,

Alla luce del diritto societario italiano, difese preventive statutarie che sarebbero neutralizzate dalla *breakthrough rule* ove applicabile, quali la clausola di gradimento (art. 2355-bis, cod. civ.), limitazioni al diritto di voto (art. 2351, cod. civ.) o il diritto di riscatto (art. 2437-*sexies*), appaiono difficilmente compatibili con lo status di società quotata e comunque scarsamente rilevanti.

¹⁸ Con riferimento alla *passivity rule* (art. 104 TUF), si segnala che l’articolo 13 del decreto-legge n. 185/2008 ha abrogato la norma che richiedeva che l’emissione di azioni con voto subordinato all’effettuazione di un’OPA dovesse essere autorizzata (*recte*: confermata) da un’assemblea convocata ai sensi dell’articolo 104 TUF al tempo del lancio dell’OPA (art. 104, comma 1-*bis*, TUF nella formulazione precedente alle modifiche introdotte dall’articolo 13 del decreto-legge n. 185/2008). Nonostante l’espressa abrogazione di tale disposizione, le società che sceglieranno di applicare la *passivity rule* dovranno valutare se sia comunque necessaria tale autorizzazione per emettere azioni con voto subordinato all’effettuazione di un’OPA (e gli altri meccanismi preventivi di difesa esemplificati più sopra), alla luce dei principi del diritto societario italiano.

¹⁹ Si ricorda che la *breakthrough rule* contiene un meccanismo di indennizzo in caso di effettiva neutralizzazione dei diritti degli azionisti (cfr. *supra* nota n. 10).

²⁰ Si osserva che tale disposizione è applicabile anche se non è stata riprodotta nella normativa nazionale dal legislatore italiano in occasione della recente riforma.

inclusa l'Italia, alla luce della propria composizione azionaria (la presenza di un soggetto che esercita un controllo di diritto o di fatto ovvero di un nucleo stabile di azionisti di riferimento) e della regola di reciprocità adottata dal Paese in cui la società *target* ha la sede legale. Ad esempio, se l'applicazione della *passivity rule* o della *breakthrough rule* da parte della società *target* (per scelta propria o del legislatore dello Stato Membro in cui la società *target* ha la propria sede legale) dipende dall'applicazione da parte dell'offerente di regole equivalenti, l'introduzione di tali regole nello statuto della società italiana potrebbe risultare decisivo nel determinare il successo dell'eventuale OPA.²¹

Nel considerare le opzioni offerte dal decreto-legge n. 185/2008, la società avrà riguardo, tra l'altro, alla struttura proprietaria e ai propri piani strategici. Gli organi amministrativi delle società quotate italiane (a prescindere dalla loro attuale contendibilità) dovrebbero valutare l'opportunità di esprimersi, con il supporto dei propri "comitati di *corporate governance*", ove esistenti, sulla volontà di adottare o non adottare la *passivity rule* o la *breakthrough rule* (e naturalmente sull'adozione di eventuali barriere preventive).

Qualsiasi sia la scelta finale circa le opzioni sopra presentate, di tale lavoro preparatorio dovrebbe essere data evidenza nella relazione di *corporate governance* da predisporre per l'assemblea di bilancio. Si ricorda, al riguardo, che ai sensi dell'articolo 123-bis, comma 1, del TUF, numerose informazioni rilevanti in ipotesi di OPA debbono essere incluse nella "Relazione sulla Gestione" allegata al bilancio d'esercizio.²²

²¹ Si noti che la scelta del legislatore di rendere opzionali la *passivity rule* e la *breakthrough rule* per le società quotate italiane ha reso concretamente applicabile la regola di reciprocità anche nell'ipotesi di OPA promosse da società italiane su società italiane, quando cioè la *target*, contrariamente all'offerente, abbia optato per introdurre tali regole.

²² La relazione sulla gestione delle società emittenti valori mobiliari ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati contiene in una specifica sezione, denominata: «Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari», informazioni dettagliate riguardanti:

- a) la struttura del capitale sociale, compresi i titoli che non sono negoziati su un mercato regolamentato di uno Stato comunitario, con l'indicazione delle varie categorie di azioni e, per ogni categoria di azioni, i diritti e gli obblighi connessi, nonché la percentuale del capitale sociale che esse rappresentano;
- b) qualsiasi restrizione al trasferimento di titoli, quali ad esempio limiti al possesso di titoli o la necessità di ottenere il gradimento da parte della società o di altri possessori di titoli;
- c) le partecipazioni rilevanti nel capitale, dirette o indirette, ad esempio tramite strutture piramidali o di partecipazione incrociata, secondo quanto risulta dalle comunicazioni effettuate ai sensi dell'articolo 120 del TUF;
- d) se noti, i possessori di ogni titolo che conferisce diritti speciali di controllo e una descrizione di questi diritti;

Quanto ad eventuali passaggi assembleari (per l'approvazione di modificazioni statutarie nel caso della seconda opzione, ovvero, qualora si decida di sottoporre eventuali difese "preventive" nel caso della prima opzione), si ricorda che l'organo amministrativo deve redigere una relazione che illustri all'assemblea le proposte di delibera. In caso di modifiche statutarie, tale relazione deve essere trasmessa a Consob almeno trenta giorni prima di quello fissato per l'assemblea (ovvero, se precedente, non più tardi del giorno in cui viene decisa la convocazione)²³. La relazione è pubblicata almeno quindi giorni prima del giorno fissato per l'assemblea²⁴. Si ricorda che una minoranza di blocco (ossia, azionisti portatori di 1/3 dei voti in assemblea) potrebbe impedire l'adozione delle modifiche statutarie in discussione. Infine, come sopra accennato, devono essere oggetto di attenta valutazione i profili connessi al diritto di recesso eventualmente derivante dalle modifiche statutarie in discussione.²⁵

* * *

-
- e) il meccanismo di esercizio dei diritti di voto previsto in un eventuale sistema di partecipazione azionaria dei dipendenti, quando il diritto di voto non è esercitato direttamente da questi ultimi;
 - f) qualsiasi restrizione al diritto di voto, ad esempio limitazioni dei diritti di voto ad una determinata percentuale o ad un certo numero di voti, termini imposti per l'esercizio del diritto di voto o sistemi in cui, con la cooperazione della società, i diritti finanziari connessi ai titoli sono separati dal possesso dei titoli;
 - g) gli accordi parasociali che sono noti alla società ai sensi dell'articolo 122 del TUF;
 - h) gli accordi significativi dei quali la società o sue controllate siano parti e che acquistano efficacia, sono modificati o si estinguono in caso di cambiamento di controllo della società, e i loro effetti, tranne quando sono di natura tale per cui la loro divulgazione arrecherebbe grave pregiudizio alla società; tale deroga non si applica quando la società ha l'obbligo specifico di divulgare tali informazioni sulla base di altre disposizioni di legge;
 - i) gli accordi tra la società e gli amministratori, i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, che prevedono indennità in caso di dimissioni o licenziamento senza giusta causa o se il loro rapporto di lavoro cessa a seguito di un'offerta pubblica di acquisto;
 - l) le norme applicabili alla nomina e alla sostituzione degli amministratori e dei componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza, nonché alla modifica dello statuto, se diverse da quelle legislative e regolamentari applicabili in via suppletiva;
 - m) l'esistenza di deleghe per gli aumenti di capitale ai sensi dell'articolo 2443 del codice civile ovvero del potere in capo agli amministratori o ai componenti del consiglio di gestione di emettere strumenti finanziari partecipativi nonché di autorizzazioni all'acquisto di azioni proprie.

²³ Art. 92, comma 1, lett. a), del regolamento adottato dalla Consob in data 14 maggio 1999 con delibera n. 11971, e successive modifiche (il "Regolamento Consob").

²⁴ Art. 3 D.M. 5 novembre 1998 n. 437 e art. 72, comma 1, Regolamento Consob 11971/1999.

²⁵ Art. 2437 cod. civ.

Roberto Bonsignore, Pietro Fioruzzi, Diego Riva (+39 02 72 60 81) dell'ufficio di Milano e Giuseppe Scassellati Sforzolini (+39 06 69 52 21) dell'ufficio di Roma sono a disposizione per qualsiasi chiarimento od ulteriore informazione in merito alle questioni oggetto della presente nota.

CLEARY GOTTLIEB STEEN & HAMILTON LLP

ROMA

Piazza di Spagna, 15
00187 Roma, Italy
39.06.69.52.21
39.06.69.20.06.65 Fax

MILANO

Via San Paolo, 7
20121 Milano, Italy
39.02.72.60.81
39.02.86.98.44.40 Fax

NEW YORK

One Liberty Plaza
New York, NY 10006-1470
1.212.225.2000
1.212.225.3999 Fax

WASHINGTON

2000 Pennsylvania Avenue, NW
Washington, DC 20006-1801
1.202.974.1500
1.202.974.1999 Fax

PARIGI

12, rue de Tilsitt
75008 Paris
33.1.40.74.68.00
33.1.45.63.66.37 Fax

BRUXELLES

Rue de la Loi, 57
1040 Brussels, Belgium
32.2.287.2000
32.2.231.1661 Fax

LONDRA

City Place House
55, Basinghall Street
London EC2V 5EH, England
44.20.7614.2200
44.20.7600.1698 Fax

FRANCOFORTE

Main Tower
Neue Mainzer Strasse, 52
60311 Frankfurt am Main, Germany
49.69.9.71.03.0
49.69.9.71.03.199 Fax

COLONIA

Theodor-Huess-Ring 9
50668 Cologne, Germany
49.221.80040.0
49.221.80040.199 Fax

MOSCA

CGS&H Limited Liability Company
Paveletskaya Square, 2
Building 3, 10th floor
Moscow, Russia 113054
7.495.660.8500
7.495.660.8505 Fax

HONG KONG

Bank of China Tower
One Garden Road
Hong Kong
852.2521.4122
852.2845.9026 Fax

PECHINO

Twin Towers - West
12 B Jianguomen Wai Da Jie
Chaoyang District
Beijing 100022
86.10.5920.1000
86.10.5879.3902 Fax