

## Offerta pubblica di acquisto e doveri degli amministratori di una banca quotata

M. ARRIGONI - E.R. RESTELLI\*

SOMMARIO: 1. Il possibile conflitto tra *board neutrality rule* e gestione dell'impresa. - 2. Le peculiarità del settore bancario. - 3. Le criticità di un'interpretazione rigida della *board neutrality rule*. - 3.1. Il tramonto della contendibilità come valore in sé. - 3.2. L'evoluzione normativa. - 3.3. Uno sguardo d'insieme. - 3.4. La considerazione degli interessi degli *stakeholders*. - 4. I limiti dell'autorizzazione assembleare quale rimedio alla rigidità del sistema. - 5. L'interpretazione dell'art. 104 t.u.f. - 5.1. La *ratio* dell'art. 104 t.u.f. - 5.2. Il dovere di astensione rispetto alle difese successive... - 5.3. ...e alle difese preventive. - 5.4. Alcune conseguenze pratiche.

1. Per le società quotate, l'offerta pubblica di acquisto o di scambio (d'ora in poi, unitamente, "o.p.a.") consente il cambio del controllo. Se la società bersaglio è sottovalutata, l'o.p.a. può essere un meccanismo di mercato idoneo a rispondere all'*agency problem* tra azionisti e amministratori<sup>1</sup>. Di regola, infatti, l'offerente riconosce un premio ai soci e sostituisce il *management*, soprattutto quando l'o.p.a. è ostile<sup>2</sup>. In questo modo, l'o.p.a. permette *ex post* di "compensare" gli azionisti dalla perdita dovuta alla cattiva gestione della società e di allocare più efficientemente le risorse; *ex ante*, costituendo una minaccia di sostituzione, incentiva invece gli amministratori a gestire adeguatamente la società.

In pendenza di o.p.a., tuttavia, gli effetti positivi appena descritti potrebbero essere vanificati. Consapevoli della probabilità di essere sostituiti, gli amministratori della società bersaglio sono infatti incentivati a prendere decisioni volte a frustrare gli obiettivi dell'offerta (c.d. "difese")<sup>3</sup>, non tanto

---

\* Il presente lavoro sviluppa la relazione presentata al Convegno "Come cambia l'attività degli intermediari finanziari?", organizzato dall'Associazione Europea per il Diritto Bancario e Finanziario, AEDBF (Milano, 7 novembre 2023). Benché il saggio costituisca l'esito di un lavoro comune e condiviso, i parr. 1, 2 e 3 sono attribuiti a Matteo Arrigoni, mentre i parr. 4 e 5 a Enrico Rino Restelli.

<sup>1</sup> Sul punto, al *seminal work* di MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in 73 *J. of Political Economy* (1965), 110, *adde*, in luogo di molti, PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*<sup>3</sup>, Milano, 2020, 146 ss.

<sup>2</sup> Per tutti, MANNE (nt. 1), 110 e SHIVDASANI, *Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers*, in 16 *J. of Accounting and Economics* (1993), 167.

<sup>3</sup> Di per sé, il concetto di difese è più ampio: per la distinzione tra atti idonei ad escludere *a priori* un qualsiasi attacco alla società interessata ("barriere", tecniche o strutturali) e atti preordinati a massimizzare il valore dell'investimento azionario nella società bersaglio ("strategie difensive"), FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, 738 ss. e, più nel dettaglio, 743 ss.

per realizzare l'interesse sociale, quanto, piuttosto, per conservare il proprio ruolo<sup>4</sup>.

Le difese non sono sempre contrarie all'interesse sociale. Nondimeno, in pendenza di o.p.a., gli amministratori versano in una situazione di fisiologico conflitto di interessi.

Allo scopo di gestire questo conflitto di interessi e di favorire la contendibilità delle società quotate, una disciplina speciale prevede pertanto che, in assenza di autorizzazione assembleare, gli amministratori si debbano astenere «dal compiere atti od operazioni che possono contrastare con il conseguimento degli obiettivi dell'offerta» (art. 104, comma 1, t.u.f.)<sup>5</sup>. Identificata tradizionalmente con l'espressione "*board neutrality rule*", la regola in esame non prescrive, in realtà, agli amministratori di rimanere neutrali nei confronti dell'o.p.a., ma richiede di non frustrarne gli obiettivi, sicché talvolta si preferisce identificarla come "*no frustration rule*"<sup>6</sup>.

Peraltro, si è soliti estendere la portata di tale regola: relativa a tutti gli atti od operazioni che possono avere quale *effetto* quello di ostacolare il successo dell'operazione, essa riguarda non solo gli atti successivi alla pubblicazione del documento d'offerta (art. 104, comma 1, t.u.f.), ma anche quelli precedenti, purché non ancora eseguiti ed estranei al normale corso dell'attività (art. 104, comma 1-bis, t.u.f.). Anche quest'ultima nozione di "normale corso dell'attività" riceve tradizionalmente un'interpretazione ampia, quale quella della gestione storica od ordinaria della società, che richiede pertanto per il compimento di ogni atto di gestione straordinaria la necessità di un'autorizzazione assembleare.

Pur chiara nei suoi presupposti, la *board neutrality rule* presenta, tuttavia, criticità nella sua portata applicativa. È evidente, infatti, che una rigida applicazione dell'art. 104 t.u.f. può interferire con il dovere generale degli amministratori di gestire l'impresa societaria «con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle specifiche competenze» (art. 2392, comma 1, c.c.)<sup>7</sup>. Si pensi, ad esempio, a un consiglio di amministrazione chiamato ad

---

<sup>4</sup> L'osservazione è ampiamente condivisa. Per tutti, ENRIQUES, *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 1999, 181 e FERRARINI (nt. 3), 777; ma v. già WEIGMANN, *Le difese contrattuali contro le o.p.a. aggressive*, in *Il Contratto. Silloge in onore di Oppo*, vol. 2, Padova, 1988, 611 s. Nello stesso senso, anche l'autorità di vigilanza: cfr. CONSOB, *Comunicazione n. DIS/99085578*, 19 novembre 1999.

<sup>5</sup> Tra le ragioni per vietare, limitare o regolamentare le difese, rientrano quelle secondo cui esse: nuocciono alle scalate, considerate uno strumento efficiente per controllare l'operato del *management*; sono lesive della trasparenza e della stabilità dei mercati finanziari; sono assunte dal *management* in conflitto di interessi; minano il corretto svolgersi del rapporto tra offerente e oblati. Per un approfondimento, GATTI, *La società target in pendenza di offerta pubblica d'acquisto*, in *Giur. comm.*, 2000, 599 ss. e, in particolare, 640 ss.

<sup>6</sup> Con particolare riferimento alla regola introdotta nel 1968 dall'UK Takeover Code, KRAAKMAN et al., *The Anatomy of Corporate Law*<sup>3</sup>, Oxford, 2017, 212.

<sup>7</sup> D'altra parte, come è stato riconosciuto anche da Consob, «la promozione dell'offerta, se interrompe parzialmente lo spazio di movimento degli amministratori, non recide il rapporto

attuare un *business plan* che contribuisca positivamente al valore della società, ma che, allo stesso tempo, contrasti con il conseguimento degli obiettivi dell'offerta: la necessità di ottenere l'autorizzazione assembleare per il compimento di ogni atto "straordinario" rischia di paralizzare l'attività sociale.

2. Presente anche nel caso di società che svolgono un'attività di impresa diversa, la portata del problema è amplificata quando l'o.p.a. è proposta nei confronti di una banca, per un duplice ordine di ragioni.

Da un lato, nel caso di o.p.a. su una banca, oltre agli interessi tradizionalmente coinvolti nelle altre società commerciali<sup>8</sup>, ne sussistono di ulteriori. Nel caso delle banche, infatti, occorre considerare che la sana e prudente gestione è elemento essenziale per garantire l'interesse pubblico alla stabilità del sistema nel suo complesso<sup>9</sup>. Non è raro, infatti, che le banche siano chiamate a prendere decisioni "straordinarie" anche in un breve arco temporale, come avviene, ad esempio, nel caso di: conversione di strumenti finanziari in capitale primario, ricorso a sostegni finanziari per liquidità che aumentano l'indebitamento, esecuzione di aumenti di capitale delegati, cessione di rami d'azienda, etc. In un tale contesto, l'interprete è chiamato a individuare i criteri in base ai quali risulti necessaria l'autorizzazione assembleare.

Per altro verso, il periodo di applicazione del dovere di astensione per gli amministratori di banca può essere particolarmente ampio, con la conseguenza che l'operatività della *board neutrality rule* risulti alquanto pervasiva: per il regime speciale sulle autorizzazioni richieste dalla disciplina prudenziale e - se del caso - anche dalla legge *antitrust*<sup>10</sup>, tra la comunicazione della decisione di promuovere l'o.p.a. e la fine del periodo di adesione possono infatti intercorrere diversi mesi. Più nel dettaglio, l'acquisizione di partecipazioni che comportano la possibilità di esercitare il controllo o un'influenza notevole su una banca è soggetta ad autorizzazione preventiva,

---

di fiducia fra essi e gli azionisti e pertanto lascia agli amministratori anche il compito di tutelarne gli interessi»: CONSOB, *Comunicazione n. DAL/99039392*, 18 maggio 1999, par. 2.3.

<sup>8</sup> LENER, *Basta passività, difendiamo l'italianità! L'OPA obbligatoria dinanzi alla crisi dei mercati*, in *AGE*, 2009, 53 specifica gli interessi tradizionalmente coinvolti con i seguenti: «(i) evitare turbamenti del mercato; (ii) tutelare gli azionisti risparmiatori; (iii) distribuire fra tutti i soci il «premio» di maggioranza; (iv) favorire il trasferimento del controllo delle società quotate; (v) assicurare la stabilità degli assetti proprietari».

<sup>9</sup> Per una disamina di alcuni casi in cui un'o.p.a. ostile può compromettere la stabilità, POLO, *Concorrenza e Opa nell'industria bancaria*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 1999, 265 ss.

<sup>10</sup> L'o.p.a. su titoli di una banca ha una funzione di concentrazione; di qui, l'opportunità di autorizzazioni volte ad assicurare la sana e prudente gestione e a tutelare il mercato e la concorrenza: LUCARINI ORTOLANI, *Le offerte pubbliche di acquisto e scambio tra disciplina generale societaria e disciplina speciale bancaria*, in *Banca impresa soc.*, 2001, 284.

rilasciata dalla BCE su proposta della Banca d'Italia (art. 19, commi 1 e 5, t.u.b.<sup>11</sup>); in tal caso, anche in assenza di possibili sospensioni dei termini, l'autorizzazione dovrebbe essere rilasciata entro sessanta giorni lavorativi dal ricevimento di un'istanza di autorizzazione completa di tutta la documentazione, salvo ulteriore proroga di trenta giorni lavorativi<sup>12</sup>. Se poi l'operazione di concentrazione è caratterizzata da elementi di rilevanza rispetto al mercato interno dell'Unione occorre, inoltre, l'autorizzazione dell'*antitrust* europeo (art. 8 Regolamento (CE) n. 139/2004), oppure, se non rilevante per il mercato interno, una preventiva comunicazione all'AGCM, che può vietare l'offerta a seguito di istruttoria (artt. 6 e 16 l. 10 ottobre 1990, n. 287); in tali casi, salvo rinvii tra le autorità, la procedura potrebbe durare, alternativamente, centotrentacinque giorni (art. 10, parr. 1 e 3, Regolamento (CE) n. 139/2004) oppure «tempi ragionevoli» (art. 14, comma 1, l. 10 ottobre 1990, n. 287), ulteriormente dettagliati dal d.p.r. 30 aprile 1998, n. 217.

Alla luce di quanto illustrato fin qui, può non essere sempre opportuno risolvere la questione comprimendo in via eccezionale l'ampiezza dei poteri gestori a beneficio dell'offerente e dei soci oblati. In contrasto con il principio generale per il quale la società *target* «non deve essere ostacolata nelle sue attività oltre un ragionevole lasso di tempo» [art. 3, par. 1, lett. *f*, Direttiva 2004/25/CE (Direttiva o.p.a.) e, con identiche espressioni, *The City Code on Takeovers and Mergers*, General Principle n. 6 (Takeover Code)<sup>13</sup>], c'è infatti il rischio che una prolungata inazione della banca pregiudichi i suoi azionisti, gli altri *stakeholder* e la stabilità del sistema. In tal modo, si legittimano inoltre condotte opportunistiche del *bidder*, che, soprattutto nel caso di *takeover* ostili, potrebbe utilizzare l'obbligo di astensione a carico degli amministratori come strumento per ostacolare il normale svolgimento dell'attività di un concorrente. Un simile modo di ragionare violerebbe così la *ratio* della strategia normativa in analisi che, in quanto norma di *corporate governance*, «non è posta direttamente a tutela dell'interesse dell'offerente a

---

<sup>11</sup> «La proposta è formulata quando ricorrono condizioni atte a garantire una gestione sana e prudente della banca, valutando la qualità del potenziale acquirente e la solidità finanziaria del progetto di acquisizione in base ai seguenti criteri: la reputazione del potenziale acquirente ...; l'onorabilità, la correttezza, la professionalità e competenza ... di coloro che, in esito all'acquisizione, svolgeranno funzioni di amministrazione e direzione nella banca; la solidità finanziaria del potenziale acquirente; la capacità della banca di rispettare a seguito dell'acquisizione le disposizioni che ne regolano l'attività; l'idoneità della struttura del gruppo del potenziale acquirente a consentire l'esercizio efficace della vigilanza; la mancanza di un fondato sospetto che l'acquisizione sia connessa ad operazioni di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo» (art. 19, comma 5, t.u.b.). La normativa è poi precisata dalle Istruzioni di vigilanza per le banche, titolo II, capitolo 1, sez. I e II.

<sup>12</sup> BCE, *Autorizzazioni*, in [www.bankingsupervision.europa.eu](http://www.bankingsupervision.europa.eu); BANCA D'ITALIA, *Disposizioni in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari*, parte seconda, Capo II, par. 1, 30.

<sup>13</sup> Nelle espressioni della versione originale, «an offeree company must not be hindered in the conduct of its affairs for longer than is reasonable by a takeover bid for its securities».

immobilizzare il bersaglio», bensì per risolvere «il possibile (probabile) conflitto di interessi tra amministratori e soci»<sup>14</sup>.

Limitare il dovere di diligenza per ampliare l'obbligo di astensione trascura, infine, le differenze tra misure difensive che proteggono esclusivamente il *management* e altre che recano beneficio agli azionisti, così come tra scalate che apportano benefici per gli azionisti e altre che rappresentano una minaccia alla politica della società e alla sua stessa esistenza. In quest'ultimo senso, anche l'autorizzazione assembleare, pur prevista per gestire questo *agency problem*, sembra tuttavia inadeguata (sul punto, *infra*, par. 4).

3. L'ampio effetto attribuito alla *board neutrality rule* sembra poggiarsi sull'interpretazione letterale dell'art. 104 t.u.f. Nondimeno, nell'affrontare la questione, l'interprete non può limitarsi ad esso. L'espressione «atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta» (art. 104, comma 1, t.u.f.), così come il riferimento a «ogni decisione» che non «rientri nel corso normale delle attività» (art. 104, comma 1-bis, t.u.f.) hanno carattere generico e, nella pluralità di letture possibili, non consentono di identificare una soluzione univoca<sup>15</sup>. Occorre, pertanto, selezionare tra le diverse letture possibili quella più coerente con la *ratio* della disciplina<sup>16</sup>.

In questa prospettiva, un'interpretazione dell'art. 104 t.u.f. che rischia di ostacolare oltre misura il corretto adempimento del dovere di gestire la società in maniera sana e prudente e con la diligenza richiesta dall'art. 2392, comma 1, c.c.: (1) appare sproporzionata rispetto agli obiettivi che la norma intende perseguire, perché la contendibilità come valore in sé ha carattere ormai recessivo; (2) non considera l'evoluzione normativa della regola sul comportamento degli amministratori in pendenza di o.p.a.; (3) si pone in controtendenza rispetto ad altri dati normativi, che invece preferiscono non assolutizzare la contendibilità e anzi, perseguendo altri obiettivi, ne limitano

---

<sup>14</sup> Così, enfatizzando uno «spostamento delle competenze a decidere» in un contesto in cui si ammettevano competenze gestorie dell'assemblea, PRESTI - M. RESCIGNO, *La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*, in questa *Rivista*, 2000, II, 140; qualifica tale strategia come regola di *corporate governance* anche FERRARINI, *Quali difese e per chi nelle Opa ostili? Il giudice amministrativo e il caso Generali-Ina*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2000, 143.

<sup>15</sup> Non mancano, naturalmente, tentativi volti a precisare i confini di tali espressioni (ad esempio, CONSOB (nt. 4)), che, tuttavia, non esauriscono la portata del problema. D'altra parte, una puntuale individuazione delle condotte vietate (o permesse) «non appare di facile realizzazione»: così VELLA, *La nuova "passivity rule" nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio*, in *Banca impresa soc.*, 2000, 165 s.

<sup>16</sup> Nello stesso senso, ricorre all'interpretazione più conforme alla *ratio* della regola, MUCCIARELLI, *Combinazioni aziendali e passivity rule*, in questa *Rivista*, 2000, I, 235 s.

la portata; (4) trascura la considerazione di altri interessi coinvolti diversi da quelli degli azionisti, a maggior ragione in un contesto come quello bancario in cui la sana e prudente gestione è principio cardine.

Alla puntuale illustrazione di tali profili sono dedicati i paragrafi che seguono.

3.1. Pur assai presente all'epoca dell'originaria redazione delle norme italiane, la contendibilità come valore in sé ha ora carattere nettamente recessivo<sup>17</sup>.

In particolare, le analisi empiriche hanno mostrato come gli effetti benefici normalmente attribuiti a tali operazioni sono tutto sommato contenuti e anzi, molto spesso, le o.p.a. sono mosse da intenti predatori: il che fa venir meno il presupposto teorico-economico a fondamento dell'interpretazione ampia della *board neutrality rule*. In altri termini, contrariamente a quanto è stato tradizionalmente sostenuto<sup>18</sup>, spesso le operazioni per l'acquisto del controllo sono motivate da ragioni diverse dal *value creation*. Sussiste, infatti, ampia evidenza che solo in parte le operazioni per l'acquisto del controllo sono indirizzate verso imprese *underperforming*, risultando la maggior parte dei *takeover* ostili rivolti a *target* con *buone performance*<sup>19</sup>; inoltre, alcune scalate sono motivate dalla scelta di aumentare le dimensioni dell'impresa per ottenere maggiori quote di mercato senza che ciò comporti necessariamente la creazione di nuovo valore (c.d. *empire building theory*)<sup>20</sup>.

Non mancano conferme anche nella letteratura giuridica. Si è argomentato, infatti, che «le scalate ostili sono in sé un fatto né positivo (ossia che crea valore) né negativo (ossia che distrugge valore)»<sup>21</sup>. Sussiste al riguardo un duplice ordine di ragioni. Primo, il pericolo del cambiamento nel controllo può indurre il *management* di potenziali *target* ad azioni inefficienti,

---

<sup>17</sup> Criticamente, da ultimo, ENRIQUES - GATTI, *Death by a Thousand Cuts: The Hostile Bids Regime in Europe, 2004-2023*, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2024.

<sup>18</sup> *Ex multis*, GILSON - BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*<sup>2</sup>, New York, 1995, 255 e, per l'affermazione secondo cui «any strategy designed to prevent tender offers reduces welfare», EASTERBROOK - FISCHER, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in 94 *Harv. L. Rev.* (1981), 1174.

<sup>19</sup> Per un'analisi su Stati Uniti e Regno Unito, cfr., rispettivamente, SCHWERT, *Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?*, in 55 *J. of Finance* (2000), 2599 ss. (secondo cui «analysis of the sample selection problem shows that, on average, target firms with data available on many accounting measures of performance are larger and more prosperous, and hostility seems to occur more frequently», *ivi*, 2601) e FRANKS - MAYER - RENNEBOOG, *Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies?*, in 10 *J. of Financial Intermediation* (2001), 209 ss.

<sup>20</sup> Al riguardo, *ex multis*, HUMPHERY-JENNER, *The Impact of the EU Takeover Directive on Takeover Performance and Empire Building*, in 18 *J. of Corporate Finance* (2012), 254 e, più di recente, CHATTERJEE et al., *Stock Liquidity, Empire Building, and Valuation*, in 70 *J. of Corporate Finance* (2021), 102051.

<sup>21</sup> ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 2010, 659.

o addirittura all'inazione, esasperando i problemi di *agency* tra amministratori e soci della società *target*. Secondo, un azionista che prospetti rendimenti futuri migliori rifiuta l'offerta, sperando che altri l'accettino per poter beneficiare dei guadagni derivanti dall'operazione. Tali problemi di *free riding* hanno indotto gli offerenti a esporre i soci a una certa "coazione a vendere"<sup>22</sup>. Gli ordinamenti contemplano tradizionalmente regole volte a impedire tali strategie, ma, così facendo, salvo scelte dettate da limiti cognitivi, riemergono i problemi di *free riding* che rendono più costose - e dunque meno vantaggiose - le offerte pubbliche di acquisto.

3.2. Allo stesso tempo, nell'ordinamento giuridico, la contendibilità come valore in sé sembra ormai costituire un principio recessivo, come confermato dall'analisi relativa all'evoluzione della disciplina italiana<sup>23</sup>.

Nel 1992 è stato introdotto il divieto di modifiche dell'atto costituito o di operazioni «che possano modificare in maniera significativa l'attivo o il passivo della società o che li inducano ad assumere impegni senza contropartita» (c.d. *passivity rule* o passività assoluta: art. 16, commi 2 e 4, l. 18 febbraio 1992, n. 149)<sup>24</sup>, per favorire la contendibilità delle società quotate in Italia.

Nel 1998 il t.u.f. supera la *passivity rule* in favore della più mite *board neutrality rule*: «atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta» sono consentiti solo in presenza del «voto favorevole di tanto soci che rappresentano almeno il trenta per cento del capitale» (art. 104, comma 1, t.u.f.)<sup>25</sup>, sicché gli amministratori, fatto salvo il

---

<sup>22</sup> Ad esempio, dichiarando che la *target* si fonderà con la controllante sulla base di un rapporto di cambio che penalizza le azioni della società bersaglio rispetto all'offerta, l'offerente incentiva gli azionisti della *target* ad accettare l'offerta, così da superare il problema del *free riding*, ma allo stesso tempo l'operazione distrugge valore: l'osservazione di JENSEN, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, in 76 *American Economic Rev.* (1986), 323 ss. è accolta da L. ENRIQUES (nt. 4), 180 s. e ripresa ancora da ENRIQUES (nt. 21), 661.

<sup>23</sup> Per l'affermazione secondo cui c'è stata «una serie di modifiche recentemente operate sulla disciplina dell'o.p.a. per aumentare le possibilità di difesa della società bersaglio», M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni "orizzontale"*, in questa *Rivista*, 2015, 150. Del resto, anche la direttiva europea che disciplina questa materia (Direttiva 2004/25/CE) fu adottata «in un clima di ritrosia ad eliminare le difese nazionali *anti-takeover*», come risulta evidente dalla non obbligatorietà della regola della neutralizzazione: BALDACCI, *La "difesa dell'Italianità"*, in *Giur. comm.*, 2020, 936.

<sup>24</sup> Sul punto, *ex multis*, LENER (nt. 8), 54 che segna l'evoluzione normativa con le espressioni «passività assoluta all'italiana» e «passività temperata»; tra i molti commenti al riguardo, v., con riferimento al "progetto Berlanda", MIGNOLI, *Riflessioni critiche sull'esperienza italiana dell'opa: idee, problemi, proposte*, in *Riv. soc.*, 1986, 9 ss.

<sup>25</sup> Per l'affermazione secondo cui il t.u.f. «attenuò la *passivity rule*», COSTI, *Qualche nota introduttiva*, in *Riv. soc.*, n. 4, 2022, 920; ma v. già REGOLI, *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, in *Riv. soc.*, 2000, 813.

criterio teleologico appena descritto, «recuperano ... un'ampia libertà di azione»<sup>26</sup>.

Nel 2008 l'a *board neutrality rule* viene resa facoltativa, trovando applicazione solo se espressamente prevista nello statuto (*opt-in*) (cfr. l'art. 104, comma 1-*bis*, t.u.f., nella formulazione allora vigente)<sup>27</sup>: ciò allo scopo di proteggere le società quotate italiane in un momento in cui, a causa della crisi finanziaria, l'acquisto di partecipazioni poteva essere effettuato a basso costo<sup>28</sup>.

Nel 2009 la *board neutrality rule* è nuovamente posta come regola di *default*, ma viene resa più 'blanda' in conformità alle previsioni degli artt. 9, par. 2, e 12, par. 1, Direttiva o.p.a.: «atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta» sono consentiti se approvati dall'assemblea con le normali maggioranze del codice civile (art. 104, comma 1, t.u.f.); gli statuti delle società possono però derogare a tale regola (*opt-out*) (art. 104, comma 1-*ter*, t.u.f.).

In definitiva, dall'analisi del dettato normativo emerge come la contendibilità non sia più un valore assoluto, mentre il criterio fondamentale per l'agire degli amministratori rimane (almeno) l'interesse dei soci<sup>29</sup>. In altri termini, gli amministratori non devono essere "neutrali" (né, tantomeno, "passivi"), perché possono: cercare di persuadere i soci a esercitare i propri diritti in una certa direzione (ad esempio, mediante la diffusione del comunicato contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta, cui sono tenuti per legge: art. 103, comma 3, t.u.f.); adottare comportamenti che favoriscano l'offerta, secondo la concezione tradizionalmente accettata della *board neutrality rule* come regola solamente negativa; cercare, infine, un "cavaliere bianco" che ostacoli l'offerta del *bidder*, ma che, allo stesso tempo, allarghi la scelta dei soci su quale offerta accettare (art. 104, comma 1, t.u.f.)<sup>30</sup>.

---

<sup>26</sup> VELLA (nt. 15), 165.

<sup>27</sup> Descrivendo la norma come «la non passività», LENER (nt. 8), 60.

<sup>28</sup> Relazione del Governo al Disegno di legge n. 1247, *sub* art. 13. In dottrina, LENER, *Introduzione*, in *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019*, Discussion Paper Consob, a cura di F. Picco et al., gennaio 2021, 6 e, più in generale, BALDACCI (nt. 23), 937; nello stesso senso, descrivendole come «misure protezionistiche», COSTI (nt. 25), 921.

<sup>29</sup> Qui intendendosi l'interesse sociale e non dei soci *uti singoli*: per l'esclusione del dovere degli amministratori di perseguire quest'ultimo interesse, MUCCIARELLI (nt. 16), 231 s.

<sup>30</sup> Per tutti, KRAAKMAN et al. (nt. 6), 213 s. e, con specifico riferimento alla ricerca di un *white knight*, BEBCHUK, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, in 95 *Harv. L. Rev.* (1982), 1039 ss., in risposta al lavoro di EASTERBROOK - FISCHER (nt. 18), 1161 ss. Nella letteratura domestica, VELLA (nt. 15), 169, secondo cui «sebbene tale ricerca sia di oggettivo ostacolo agli obiettivi dell'offerente e risponde anche all'esigenza del management di salvaguardare le proprie posizioni con il ricorso ad un azionista amico, non contrasta, anzi valorizza, gli interessi presidiati dalla disciplina delle o.p.a.», e più in generale, nel senso che, accanto a doveri di contenuto negativo, ve ne siano altri di contenuto positivo, REGOLI (nt. 25), 794. Nella prospettiva istituzionale, CONSOB (nt. 7), par. 2.3.



3.3. L'analisi di ulteriori dati normativi conferma la conclusione poc'anzi raggiunta.

La considerazione dell'intero ordinamento societario sottolinea infatti come gli obiettivi sottesi alla disciplina delle o.p.a. siano spesso subordinati alla necessità di perseguire interessi diversi, ritenuti preminenti dal legislatore<sup>31</sup>.

Più nel dettaglio, l'o.p.a. volontaria può funzionare solamente se il mercato del controllo è possibile. È più facile, infatti, acquisire il controllo di una società a partecipazione diffusa, piuttosto che di una società a proprietà concentrata. Nondimeno, il legislatore ha dimostrato di preferire la tutela di altri interessi rispetto a quest'ultimo e, in particolare, l'interesse a garantire il controllo a un azionista anche in presenza di un investimento di minore portata. Tale interesse è perseguito con la predisposizione di istituti che direttamente o indirettamente favoriscono il mantenimento del controllo. Al fine di rispondere a esigenze organizzative dell'impresa, favorire la quotazione, separare proprietà e controllo, o, infine, concentrare la proprietà, si consente, ad esempio, la creazione di gruppi di società (artt. 2497 ss. c.c.), l'emissione di azioni senza diritto di voto (art. 145, comma 1, t.u.f.) o con voto maggiorato (art. 127-*quinquies*, comma 1, t.u.f.), e la stipula di patti parasociali (art. 122 t.u.f.)<sup>32</sup>. Se gli effetti di quest'ultimi - ad esempio, dei sindacati di blocco - possono essere neutralizzati dagli statuti societari in caso di o.p.a. (al pari delle clausole di gradimento: art. 104-*bis*, commi 1 e 2, t.u.f.), la creazione di gruppi di società - e in particolare di gruppi piramidali - e il superamento del principio "*one share one vote*" (sia per difetto che per eccesso) rappresentano delle "barriere tecniche", cioè difese che fanno parte delle strutture di *corporate governance* e che sono idonee a escludere *a priori* un qualsiasi attacco alla società interessata<sup>33</sup>.

Alla luce di quanto osservato sin qui, non stupisce che, come rilevato da Consob, nel periodo 2007-2021, le o.p.a. ostili su azioni ordinarie siano state soltanto 10 su 174<sup>34</sup>.

L'analisi di questi istituti mostra come l'esigenza di una gestione efficiente dell'impresa, che sta alla base delle norme qui descritte, sia considerata preminente rispetto alla contendibilità del controllo, a maggior ragione dopo l'approvazione della l. 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. Legge Capitali).

---

<sup>31</sup> Il discorso relativo al contesto italiano è peraltro estendibile anche all'orizzonte europeo: per l'elenco di norme contenute nella Direttiva o.p.a. volte a ostacolare le scalate, ENRIQUES (nt. 21), 666 ss., anticipato dall'affermazione secondo cui «è discutibile se il risultato complessivo sia nel senso di semplificare o di rendere più difficili le offerte pubbliche di acquisto. Tuttavia, una prima impressione induce ragionevolmente a ritenere che la disciplina attuale tenda a sfavorirle» (*ivi*, 658).

<sup>32</sup> Alcune di tali finalità sono descritte da FERRARINI (nt. 3), 762 s.

<sup>33</sup> Con specifico riferimento ai gruppi piramidali (in un momento in cui non era possibile ancora emettere azioni a voto plurimo), FERRARINI (nt. 3), 745 e 754 ss.

<sup>34</sup> F. PICCO et al. (nt. 28), 49 ss. e fig. 5.1.

3.4. Sotto un diverso profilo, infine, lo *shareholder value* che ispira il modello è oggetto di un profondo ripensamento a beneficio di un approccio che consideri tutti gli *stakeholder* della società<sup>35</sup>, specialmente in un contesto come quello bancario improntato al principio della sana e prudente gestione<sup>36</sup>.

Oltre a orientare l'esercizio dei poteri delle autorità di vigilanza (art. 5 t.u.b.)<sup>37</sup>, tra i numerosi ambiti in cui tale principio opera, si segnala, in particolare, la giustificazione di correttivi alla *corporate governance* bancaria rispetto al modello generale<sup>38</sup> e il suo ruolo per l'operato degli amministratori<sup>39</sup>. D'altra parte, l'interesse alla sana e prudente gestione è strumentale alla stabilità dell'intermediario, a sua volta necessaria a conservarne le funzioni essenziali<sup>40</sup> e a prevenire rischi sistemici.

In un tale contesto, l'interpretazione rigida dell'art. 104 t.u.f. comprime irragionevolmente i poteri gestorii e così riduce l'intervento degli amministratori ai quali, a differenza dei soci, il legislatore affida il compito di perseguire l'interesse sociale in conformità alla sana e prudente gestione.

---

<sup>35</sup> Ad esempio, a norma dell'art. 1 del Codice di Corporate Governance «l'organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo sostenibile» che, a sua volta, è definito come l'«obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società».

<sup>36</sup> Il dibattito sul ripensamento nel settore bancario dell'impostazione incentrata sullo *shareholder value* è ampio: per tutti, HOPT, *Corporate Governance of Banks and Financial Institutions: Economic Theory, Supervisory Practice, Evidence and Policy*, in *EBOR*, 2021, 13 ss., e, nella letteratura domestica, PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, 48 ss., ANGELICI, *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2016, 758 ss. e CAPRIGLIONE, *La governance bancaria tra interessi d'impresa e regole prudenziali (disciplina europea e specificità della normativa italiana)*, in *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni*, a cura di De Angelis - Martina - Urbani, Padova, 2015, 89 ss.

<sup>37</sup> In argomento, GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e governance nelle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, 248 e NIGRO, *Il nuovo ordinamento bancario e finanziario europeo: aspetti generali*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 186.

<sup>38</sup> MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statutari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Banca impresa soc.*, 2017, 41.

<sup>39</sup> Con particolare riferimento all'art. 26 t.u.b., GUIZZI (nt. 37), 249 ss.; per l'affermazione secondo cui si può «ritenere che» la sana e prudente gestione «integri precisamente l'interesse ... che gli organi di amministrazione e di controllo dell'intermediario debbono perseguire», NIGRO (nt. 37), 186; nel senso che occorre considerare le contrapposte istanze di risparmiatori e azionisti, STELLA RICHTER jr, *I sistemi di controllo delle banche tra ordinamento di settore e diritto comune. Notazioni preliminari*, in *Riv. soc.*, 2018, 333; infine, nel senso che i provvedimenti delle autorità di vigilanza adottati nel recente periodo di crisi enfatizzano «la necessità che [le] banche ... esercitino la propria attività garantendo il soddisfacimento dell'interesse pubblico allo svolgimento della funzione di intermediazione creditizia», FRIGENI - SCIARRONE ALIBRANDI, *Emergenza pandemica e restrizioni alle distribuzioni a favore degli azionisti: spunti in tema di corporate purpose*, in *Riv. soc.*, 2020, 504.

<sup>40</sup> NIGRO (nt. 37), 186.

Così facendo, l'interpretazione tradizionale trascura la considerazione di altri interessi coinvolti diversi da quelli degli azionisti; interessi, del resto, oggetto di specifica considerazione da parte dello stesso legislatore nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto (il comunicato del consiglio di amministrazione volto a fornire agli azionisti «ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta» deve, infatti, contenere una «valutazione degli effetti che l'eventuale successo dell'offerta avrà sugli interessi dell'impresa, nonché sull'occupazione e la localizzazione dei siti produttivi» art. 103, commi 3-*bis*, t.u.f.)<sup>41</sup>.

4. Come si è detto, tuttavia, il legislatore non vieta il compimento di qualsiasi atto che possa «contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta», ma ne subordina l'esecuzione a una specifica «autorizzazione dell'assemblea» (art. 104 t.u.f.).

Tale scelta, che vorrebbe rimediare ai problemi altrimenti posti da una rigida applicazione della *passivity rule*, sembra del resto porsi in stretta continuità con i principi di diritto societario e di diritto finanziario che regolano la materia. Invero - si è soliti argomentare - obiettivo dell'art. 104 t.u.f. è anzitutto quello di preservare l'autonomia contrattuale degli azionisti<sup>42</sup> ed è dunque ragionevole che siano proprio ultimi a decidere dei loro interessi<sup>43</sup>. Non solo, infatti, i soci sono i formali destinatari della proposta di acquisto<sup>44</sup>, ma la stessa decisione di adottare misure difensive è probabilmente destinata «a incidere» così «in profondità sulla struttura organizzativa dell'impresa sociale» da suggerire il coinvolgimento dell'assemblea<sup>45</sup>.

---

<sup>41</sup> Rimane fermo, inoltre, il compito degli amministratori di «tenere conto» di tali interessi nella formulazione delle misure difensive che intendono sottoporre all'esame dell'assemblea [REGOLI (nt. 25), 818 ss.], la cui attuazione è però subordinata al consenso dei soci.

<sup>42</sup> GUACCERO - CIOCCA, *Commento all'articolo 104 t.u.f. - Difese*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di Fratini - Gasparri, Torino, 2012, 1317; REGOLI (nt. 25), 797. Invero, è proprio la libera scelta dei soci oblati (*id est*: il mercato) ciò che consente di realizzare un'efficiente allocazione del controllo societario e permette di ottenere i benefici ad essa associati (*supra* par. 1).

<sup>43</sup> Muovendo dal naturale conflitto d'interessi in cui versano gli amministratori, è lo stesso HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS *Report on Issues Relating to Takeover Bids*, 10 gennaio 2002, 21 (c.d. Winter Report) a concludere che gli azionisti «should be able to decide for themselves». Invero - poiché le offerte pubbliche d'acquisto «non sono né intrinsecamente positive né intrinsecamente negative» - «una soluzione di carattere privatistico» (com'è quella che rimettere all'assemblea dei soci l'autorizzazione alle difese) «ha il vantaggio di consentire un adattamento» del rimedio «alle specifiche caratteristiche di ciascuna singola società» (ENRIQUES (nt. 21), n. 3).

<sup>44</sup> GATTI (nt. 5), 622 s.; FERRARINI (nt. 3), 765.

<sup>45</sup> Ciò - si badi - sia che si preferisca individuare una vera e propria competenza implicita dell'assemblea rispetto a tali decisioni di «interesse primordiale» (così, PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società* - Liber amicorum Gian Franco Campobasso, vol. 2, Torino, 2006, 30, da cui è tratta

Nondimeno, anche tale rimedio può risultare spesso inadeguato. Ciò non tanto per i costi e i tempi necessari a suscitare l'intervento dell'assemblea o a causa dell'apatia razionale in cui possono versare alcuni soci<sup>46</sup>, quanto, piuttosto, per la peculiare posizione in cui si trovano questi ultimi a seguito di un'o.p.a.<sup>47</sup>. Da un lato, infatti, la normale presenza di minoranze qualificate all'interno della compagine sociale può indurre l'offerente a negoziazioni individuali per l'esercizio del voto, promettendo vantaggi ulteriori rispetto al corrispettivo dell'offerta<sup>48</sup>: problema questo - a dispetto di quanto previsto dall'art. 103, comma 1, t.u.f. e dall'art. 42, comma 1, Regolamento Emittenti<sup>49</sup> - probabilmente destinato a riemergere qualora si ammetta la facoltà di "vendere" il proprio voto<sup>50</sup>. Ugualmente, è altresì probabile che, prima di lanciare l'o.p.a., lo stesso offerente abbia acquistato una partecipazione qualificata all'interno della società<sup>51</sup>. Al contrario, nelle

---

la citazione nel testo), sia che si ritenga che, in tali circostanze, gli amministratori siano semplicemente chiamati a "tenere in considerazione" le indicazioni espresse dai soci (così, ABBADESSA - MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 269). In questa stessa prospettiva, del resto, non si è mancato di rilevare «[that] shareholders are the ultimate beneficiaries of the corporate enterprise» (DAVIES, *The Regulation of Defensive Tactics in the United Kingdom and the United States*, in *European Takeovers. Law and Practice*, a cura di Hopt - Wymeersch, Londra, 1992, 200).

<sup>46</sup> FERRARINI (nt. 3), 765. A dispetto infatti della normale presenza di «inactive shareholders who have poor financial incentives to pay attention to the company's activities», un'assemblea specificamente convocata «during an actual bid, [...] it is likely to ignite shareholders' attention to the actual effects of a proposed defence» (così, pur in senso critico, KERSHAW, *The illusion of importance: reconsidering the UK's takeover defense prohibition*, in *56 Int. & Comp. L. Q.* (2007), 299).

<sup>47</sup> In tali occasioni - sottolinea ENRIQUES, *La disciplina delle difese contro le OPA (e le non-OPA)*, in *RDS*, 2014, 140 - si tratta infatti «di chiedere non un voto di fiducia sul *management* che di fatto valga quale rifiuto collettivo dell'offerta pubblica», ma «un sì o un no al compimento di una specifica operazione societaria ... che potrebbe costituire un'alternativa peggiore al successo dell'offerta, quando tuttavia l'ideale per la maggioranza degli azionisti, se potessero esprimersi su questo, sarebbe che, a gestione invariata, l'offerta fosse respinta».

<sup>48</sup> Espliciti, in questo senso, DAVIES, *The Notion of Equality in European Take-Over Regulation*, in *www.ssrn.com*, 2002, 5 ed ENRIQUES (nt. 4), 185 s.: «nei sistemi caratterizzati dalla diffusa presenza di detentori di partecipazioni rilevanti, è probabile che questi ... siano contattati dal *rider* e, per così dire, "corrotti", in cambio del voto contrario alle misure difensive». Più di recente, GULLIFER - PAYNE, *Corporate Finance Law. Principles and Policy*, Londra, 2020, 751 s.

<sup>49</sup> Sul punto, GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, 2004, 54 ss. e 227 ss. Invero, allo scopo di impedire abusi, la citata disposizione del Regolamento Emittenti vieta espressamente anche il compimento di qualsiasi operazione «sul mercato volta a influenzare le adesioni all'offerta».

<sup>50</sup> Ammettono tale facoltà, *ex multis*, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale - Diritto delle società*<sup>10</sup>, vol. 2, Torino, 2020, 340 s.; PALMIERI, *Commento all'art. 136*, in *Commentario al Testo unico della finanza*, diretto da Campobasso, Torino, 2002, 1124; e RESCIO, *I sindacati di voto*, in *Trattato Colombo-Portale*, vol. 3\*, Torino, 1994, 570 ss.

<sup>51</sup> Sottolineano tale circostanza GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano, 2007, 373 ss. e WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato Colombo-Portale*, vol. 10\*\*, Torino, 1993, 569.

società a proprietà concentrata, i soci di controllo avranno verosimilmente «interessi coincidenti con quelli dei *manager*», con il rischio dunque di rendere poco efficace per i soci di minoranza la tutela *ex art. 104 t.u.f.*<sup>52</sup>. In tutti questi casi, è allora possibile che il coinvolgimento dell'organo assembleare possa condurre «a un incremento della litigiosità», almeno qualora la «delibera che autorizzi una difesa venga successivamente impugnata per conflitto di interessi o abuso di maggioranza»<sup>53</sup>.

Per altro verso - è stato osservato - elementari strategie di diversificazione “orizzontale” del portafoglio possono indurre gli investitori istituzionali a detenere partecipazioni in numerosi intermediari finanziari, così da “sterilizzare” i rischi specifici di ciascun emittente. Tali dinamiche possono tuttavia creare incentivi distorti qualora i medesimi soggetti siano contemporaneamente soci dell'offerente e della società bersaglio<sup>54</sup>.

Soprattutto, però, è probabile che le offerte pubbliche d'acquisto portino a un repentino (e temporaneo) “cambio di prospettiva” per quanto riguarda le strategie di massimizzazione dello *shareholder value*, innescando dinamiche di *short-termism*<sup>55</sup>. In tali occasioni, infatti, è offerta ai soci la possibilità di vendere a premio la loro partecipazione azionaria a fronte dell'opportunità di beneficiare di un ipotetico maggior valore futuro derivante dall'esecuzione di uno specifico piano industriale<sup>56</sup>. Benché infatti sia certamente possibile che «gli eventuali bassi rendimenti dei corsi azionari si spieghino nell'orbita di una politica ... destinata a dare risultati nel medio-lungo periodo» (giustificando così il rifiuto dell'offerta)<sup>57</sup>, gli investitori sono

---

<sup>52</sup> Così, ENRIQUES (nt. 4), 185 s. e GATTI (nt. 5), 623 s., per cui l'autorizzazione assembleare rischia di nascondere «dietro uno strumento di apparente democrazia ... le istanze oligarchiche del gruppo dirigente». Sul punto, sollevando i problemi interpretativi in materia di delibere negative, v. anche GUACCERO (nt. 51), 368 ss.

<sup>53</sup> GATTI (nt. 5), 623 s.; di recente, sui rischi posti da un eccessivo ricorso alla tutela giurisdizionale, MUKWIRI, *Negative Implications of Greater Access to the Courts in the Takeover Process*, in *ECFR* (2023), 358.

<sup>54</sup> In questo senso, pur rispetto alle questioni *antitrust*, E.A. POSNER - WEYL, *Radical Markets*, Princeton, 2018, cap. 4.

<sup>55</sup> GUACCERO (nt. 51), 354, per cui «la risposta» a tale problema «non può che rintracciarsi nello *standard* comportamentale esigibile dagli amministratori», chiamati a confrontare «il valore offerto dallo scalatore e quello implicito nell'azione in ragione della prospettiva temporale adottata, con le dovute attualizzazioni».

<sup>56</sup> Del resto - nonostante le offerte pubbliche d'acquisto possano pregiudicare gli interessi di lungo periodo dell'impresa, danneggiando anche gli altri *stakeholder* - sarebbe comunque difficile biasimare gli azionisti per aver ceduto le proprie partecipazioni «at a large immediate profit on the ground that in the long run that will be good for them» (così, ALLEN, *Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation*, 14 *Cardozo L. Rev.* (1992), citato da MUKWIRI, *The End of History for the Board Neutrality Rule in the EU*, in 21 *EBOR*, 2020, 264).

<sup>57</sup> Così, GINEVRA, *Le società con azioni quotate in mercati regolamentati*, in *Diritto commerciale - Diritto delle società*, vol. III, a cura di Cian, Torino, 2024, 676, pur sottolineando la necessità che il mercato sia «adeguatamente informato» rispetto a tali politiche industriali. Sul punto, v. anche *supra* nt. 55.

chiamati a “scontare” la presenza di gravi asimmetrie informative, problemi di azione collettiva e il conseguente rischio di comportamenti opportunistici: gli incentivi alla massimizzazione del valore di breve periodo possono così trovare terreno fertile, soprattutto a causa delle difficoltà nel soppesare quelle *soft information* non ancora pubblicate dalla società bersaglio al momento della comunicazione *ex art. 102 t.u.f.* (ma comunque determinanti per la corretta valutazione dell’offerta)<sup>58</sup>.

Per altro verso, ma in una prospettiva *ex ante*, la consapevolezza di tali dinamiche rischia altresì di rendere gli amministratori «too responsive to shareholder needs, in particular by making management to take short-term view of the company’s success, which may be detrimental to the longer-term development of its business»<sup>59</sup>.

Da ultimo - come si è già avuto modo di ricordare (*supra*, par. 3.4.) - la decisione di attribuire all’assemblea il compito di discriminare le offerte “buone” da quelle “cattive” non sembra compiutamente considerare gli effetti che tali operazioni potrebbero avere sugli interessi dell’impresa e degli altri *stakeholder*<sup>60</sup>. Tale considerazione, all’evidenza, assume un rilievo affatto particolare nelle imprese bancarie, dove la sana e prudente gestione deve essere oggetto di autonoma e speciale considerazione da parte degli amministratori (tanto nel caso in cui questa sia intesa alla stregua di un semplice limite esterno all’esercizio della loro discrezionalità, quanto nel caso in cui sia elevata a vero e proprio obiettivo di gestione)<sup>61</sup>. In questo senso, attribuendo un ruolo determinante all’interesse dei soci<sup>62</sup>, l’autorizzazione *ex art. 104 t.u.f.* sembra infatti porsi in marcato contrasto con la generale

---

<sup>58</sup> Sul punto, cfr. REGOLI (nt. 25), 795 s.: «non la *hard information*, di cui il mercato è già informato o ha comunque il diritto di essere informato, ma la *soft information* interna ... è ciò di cui l’oblato *non-insider* ha speciale bisogno di essere messo al corrente». Ovviamente, nei limiti in cui tale pratica è oggi ammissibile, secondo quanto previsto dalla disciplina in materia di abusi di mercato: ENRIQUES - GATTI (nt. 17), 13 s.

<sup>59</sup> DAVIES - WORTHINGTON - HARE, *Gower Principles of Modern Company Law*<sup>11</sup>, Londra, 2021, n. 28-017, 1003 s.; ma v. anche LIPTON, *Takeover Bids in the Target’s Boardroom*, in 35 *Bus. Law.* (1979), 104 e 115. Pur valutando con estremo scetticismo quelle strategie normative volte a limitare lo sviluppo di un mercato efficiente per il controllo societario, ENRIQUES - GATTI (nt. 17), 7 sottolineano la presenza di una stretta correlazione tra l’attività degli *hedge fund* le regole in materia di o.p.a. e difese: invero, «the greater the pressure on executives, the greater managers’ urge for insulation via market or political mechanisms».

<sup>60</sup> Per tutti, WEIGMANN (nt. 51), 570 s. e GUACCERO - CIOCCA (nt. 42), 1319, per cui non è infrequente che il legislatore assuma un «orientamento scettico verso l’autosufficienza della massimizzazione del valore economico ricavabile dalla partecipazione azionaria quando a venire in gioco e a richiedere protezione sono interessi non sussumibili nella categoria generale dell’interesse sociale».

<sup>61</sup> Per una sintesi del dibattito, GRUNDMANN, *The Banking Union Translated into (Private Law) Duties: Infrastructure and Rulebook*, in 16 *EBOR* (2015), 370 ss.; MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statutarî delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Banca impresa soc.*, 2017, 44 s.; COSTI, *Le trasformazioni dell’ordinamento bancario*, in *Banca impresa soc.*, 2019, 185 s.

<sup>62</sup> Sul punto, LIPTON (nt. 59), 113.

tendenza del legislatore europeo a limitare l'intervento assembleare nell'organizzazione e nella gestione dell'impresa bancaria (più di quanto già non avvenga per le altre società commerciali)<sup>63</sup>.

5. In un tale contesto, i limiti connessi all'istituto dell'autorizzazione assembleare (*supra*, par. 4), la necessità di assicurare la sana e prudente gestione degli istituti di credito (*supra*, par. 3.4), il tramonto della contendibilità come valore in sé (*supra*, parr. 3.2. e 3.3), nonché i dubbi avanzati dalla dottrina sulla complessiva efficienza dei *takeover* (*supra*, par. 3.1), sembrano dunque sollecitare l'interprete a "ripensare" la portata della *board neutrality rule*<sup>64</sup>. Ciò, a maggior ragione, in un contesto dove il periodo di offerta - e con esso anche il dovere di astensione degli amministratori - può protrarsi per diversi mesi (*supra*, par. 2).

5.1. Il ragionamento può prendere le mosse dalla considerazione per cui le difese contro una scalata ostile non sono necessariamente svantaggiose per gli azionisti, ma - in alcune occasioni, almeno - possono essere funzionali a una migliore realizzazione dei loro interessi<sup>65</sup>.

A questo riguardo, si è soliti osservare come i problemi di azione collettiva impediscano ai soci di coordinarsi tra loro per rigettare eventuali offerte "predatorie". Esposti così al rischio di comportamenti opportunistici in caso di successo dell'operazione, questi ultimi sono incentivati ad accettare anche proposte inadeguate, così da non rimanere "prigionieri" di una società male amministrata o dalla quale il *bidder* intendere estrarre benefici privati (*c.d. pressure to tender*)<sup>66</sup>.

Da quest'angolo visuale, dunque, la possibilità di erigere barriere difensive può essere un utile strumento per impedire il successo di offerte svantaggiose o inefficienti che, a causa dei menzionati problemi di azione

---

<sup>63</sup> In termini generali, ANGELICI (nt. 36), 760; GUIZZI (nt. 37), 252 s. Rispetto alle delibere di fusione e scissione, CERA, *Autonomia statutaria delle banche e vigilanza*, Milano, 2001, 69 s. e 117; con riferimento invece al potere di nominare amministratori e sindaci, NUZZO - GIRARDI, *Art. 26 t.u.b.*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da Costa - Mirone, Torino, 2024, 214.

<sup>64</sup> Sulla necessità di sottoporre l'argomentazione dogmatica al "controllo" dell'argomentazione pratica, MENGONI, *L'interpretazione orientata alle conseguenze*, in *Ermeneutica e dogmatica giuridica*, Milano, 1996, 92. Sul punto, v. anche le opportune precisazioni di GATTI (nt. 5), 645 s., per cui - all'opposto - la semplice emersione di «profili di criticità nel meccanismo delle scalate ostili» non potrebbe giustificare da sé sola la legittimità di qualsiasi barriera difensiva e una generale sfiducia verso tali operazioni.

<sup>65</sup> REGOLI (nt. 25), 795; FERRARINI (nt. 3), 745 e 764 ss.

<sup>66</sup> Vasta è in proposito la letteratura economica e giuridica: per tutti, v. BEBCHUK, *The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, in 12 *Del. J. Corp. Law* (1987), 911; nella dottrina italiana, v. invece FERRARINI (nt. 3), 765 s.

collettiva, potrebbero comunque ottenere consistenti adesioni<sup>67</sup>. Soprattutto, però, tali strategie conferiscono agli amministratori un notevole potere contrattuale rispetto all'offerente e ciò può permettere loro di negoziare condizioni migliori a beneficio di tutti gli azionisti<sup>68</sup>. Invero, «even in a competitive acquisitions market, disaggregated shareholders may require a bargaining agent» capace di allineare il più possibile le condizioni d'offerta al «valore reale» prospettico della società<sup>69</sup>.

A questo scopo, alcuni ordinamenti (a cominciare da quelli statunitensi) concedono allora ampia discrezionalità agli amministratori nel valutare se un'offerta costituisca «a threat to an important corporate interest or to the achievement of a significant corporate benefit»<sup>70</sup>. In particolare - secondo un costante orientamento della Supreme Court of Delaware - «a board that in good faith believes that a hostile offer is inadequate may properly employ a poison pill as a proportional defensive response to protect its stockholders»<sup>71</sup>. In quest'ottica, le difese costituiscono dunque veri e propri atti gestorii che, pur inserendosi in un contesto affatto particolare, sono espressione dei medesimi *fiduciary duty* che devono sempre guidare gli amministratori nell'esercizio dell'impresa societaria<sup>72</sup>. Tuttavia, contrariamente ai normali atti di gestione (coperti dalla *business judgement rule*) è necessario assicurare sempre che tali misure siano «reasonable in

---

<sup>67</sup> CAPPIELLO, *Le difese*, in *Le offerte pubbliche d'acquisto*, a cura di Stella Richter jr., Torino, 2011, 118 s., per cui le difese possono porsi «come uno strumento necessario a tutela delle «ragioni dell'investimento» nell'impresa sociale».

<sup>68</sup> Sul punto, cfr. REGOLI (nt. 25), 796 ss.; FERRARINI (nt. 3), 770; BRADBURY, *Corporate Auctions and Directors' Fiduciary Duties: A Third Generation Business Judgement Rule*, in 87 Mich. L. Rev. (1988), 276; GILSON, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, in 33 Stan. L. Rev. (1981), 868 ss.

<sup>69</sup> Così, GILSON - KRAAKMAN, *Delaware's intermediate standard for defensive tactics: Is there substance to proportionality review?*, in 44 Bus. Law. (1988), 261: «without a coordinated response from shareholders, any offer can succeed that exceeds the expected value of the firm in the hands of existing management or other competing bidders. By contrast, target managers who have the power to preclude hostile offers by deploying defensive tactics may be able to compel acquirers to pay out the bulk of their transaction gains».

<sup>70</sup> *Coster v. UIP Cos.*, 300 A.3d 656 (Del. 2023), richiamando l'orientamento inaugurato da *Unocal Corp. v. Mesa Petrol. Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), p. 954 e 959.

<sup>71</sup> *Air Prods. & Chems. Inc. v. Airgas Inc.*, 16 A.3d 48 (Del. Ch. 2011), p. 112 s., anche sulla scorta del principio di diritto elaborato in *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990), p. 1150 (ove si legge: «directors are not obliged to abandon a deliberately conceived corporate plan for a short-term shareholder profit unless there is clearly no basis to sustain the corporate strategy», p. 1154). Per un'appassionata difesa di tale impostazione, LIPTON (nt. 59), *passim* e KAHAN - ROCK, *How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law*, in 69 U. Chi. L. Rev. (2002), 971, spec. 909 ss.

<sup>72</sup> DAVIES (nt. 45), 204.



relation to the threat posed and ... not preclusive or coercive to the stockholder franchise» (c.d. *proportionality test*)<sup>73</sup>.

Senonché - come si è detto (*supra*, par. 1) - gli amministratori versano in una situazione di strutturale conflitto d'interessi rispetto al compimento di tali operazioni. Per questa ragione, il legislatore europeo ha preferito attribuire all'assemblea il compito di valutare la "genuinità" delle difese da questi predisposte: di valutare cioè se tali misure siano davvero volte a massimizzare il valore dell'investimento o mirino piuttosto a proteggere benefici privati di amministratori e soci di controllo (*supra*, par. 4)<sup>74</sup>.

È certo invece che l'art. 104 t.u.f. non comporti alcuno spostamento di competenze in capo all'assemblea<sup>75</sup>, neppure nella forma "debole" di un *generale* potere autorizzativo sull'attività gestoria. Anche in pendenza di un'offerta pubblica, infatti, la gestione della società - compresa l'individuazione delle misure difensive più opportune - spetta «esclusivamente» agli amministratori (art. 2380-*bis*, comma 1, c.c.)<sup>76</sup>.

*In linea di principio*, dunque, il divieto di cui all'art. 104 t.u.f. non dovrebbe colpire tutti gli atti di gestione che hanno quale semplice *effetto* quello di ostacolare il buon esito dell'offerta<sup>77</sup>. Al contrario, tale norma dovrebbe essere applicata esclusivamente a quegli atti che trovano in tale effetto la loro *causa* precipua. Se infatti la funzione dell'istituto in esame è quella di rimediare al conflitto d'interessi in cui versano gli amministratori e tutelare così l'autonomia privata dei soci, solo le difese in senso stretto dovrebbero essere oggetto di autorizzazione assembleare; non anche quegli

---

<sup>73</sup> Così, *Coster* (nt. 70), 672 s., per cui «to guard against unwarranted interference with corporate elections or stockholder votes in contests for corporate control, a board that is properly motivated and has identified a legitimate threat must tailor its response to only what is necessary to counter the threat. The board's response to the threat cannot deprive the stockholders of a vote or coerce the stockholders to vote a particular way». Sull'ampiezza del sindacato giurisdizionale, v. THOMPSON, *The New Unocal*, in 65 *Ariz. L. Rev.* (2023), 695 e GILSON - KRAAKMAN (nt. 69), 252 ss.

<sup>74</sup> È questa un'opinione largamente condivisa in dottrina: GILOTTA, *Commento all'art. 104 t.u.f.*, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, a cura di Buonauro, Padova, 2020, 782; MUCCIARELLI, *Commento all'art. 104 - Difese*, in *Commentario T.U.F.*, a cura di Vella, Torino, 2012, 1308; WEIGMANN (nt. 51), 568 s. e 592; ENRIQUES (nt. 21), n. 3; GATTI (nt. 5), 648 ss.

<sup>75</sup> GUACCERO - CIOCCA (nt. 42), 1329 e CAPPIELLO (nt. 67), 126 s.; nel vigore regime previgente, REGOLI (nt. 25), 818 ss. e GATTI (nt. 5), 632 ss.

<sup>76</sup> GUACCERO (nt. 50), 356 ss., ove le opportune distinzioni in ragione del particolare "oggetto" di ciascuna difesa; GATTI (nt. 5), 630 ss.; REGOLI (nt. 25), 820, pur rilevando come «l'assemblea possa comunque trasmettere agli amministratori raccomandazioni», che - sebbene «non vincolanti» - non possono certo essere ignorate dall'organo di gestione.

<sup>77</sup> In questo senso, il divieto *ex art.* 104 t.u.f. sembra infatti andare «oltre le finalità volute dallo stesso legislatore: altro è impedire alla società *target* di porre in essere manovre difensive contro l'o.p.a., altro è impedire di fatto la gestione della società *target* con riferimento a qualsiasi atto che possa contrastare con gli obiettivi dell'offerta» (PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 1999, 132, che propone dunque un'interpretazione restrittiva della norma in esame).

atti di gestione che - pur avendo l'effetto pratico di ostacolare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta - trovano la loro causa nel *normale* adempimento dei doveri *ex artt. 2380-bis*, comma 1, e 2392 c.c.

In questo senso dunque - almeno in via di principio - la *board neutrality rule* non dovrebbe mai intaccare il generale dovere degli amministratori di gestire la società con la necessaria diligenza, nell'interesse dei soci e, per le imprese bancarie, della sana e prudente gestione (art. 5 t.u.b.).

Tali conclusioni sembrano del resto trovare un conforto comparatistico proprio nelle citate decisioni della Supreme Court of Delaware: come si è detto, infatti, la giurisprudenza statunitense è costante nel limitare l'applicazione dei più rigorosi *standard* poco sopra menzionati (il *proportionality test* in luogo della *business judgement rule*) alle sole operazioni il cui «primary purpose» sia quello di impedire il successo di un'offerta pubblica «[by] interfer[ing] with or imped[ing] the effective exercise of the shareholder franchise» (c.d. *primary purpose doctrine*)<sup>78</sup>.

5.2. Il problema, tuttavia, nasce dal fatto che, una volta comunicata al pubblico l'intenzione di lanciare una scalata ostile (art. 102, comma 1, t.u.f.), può essere estremamente difficile distinguere le misure difensive in senso stretto da quelle operazioni che si risolvono invece in semplici atti di gestione<sup>79</sup>. Per questa ragione, l'art. 104, comma 1, t.u.f. preferisce imporre agli amministratori un generale dovere di astenersi dal compiere *qualsiasi* atto che abbia quale semplice *effetto* quello di ostacolare il raggiungimento degli obiettivi dell'offerta, senza che sia possibile avere riguardo alla sua causa concreta<sup>80</sup>.

Da quest'angolo visuale, il legislatore sembra dunque introdurre una sorta di presunzione *iuris et de iure* sulla natura difensiva di tutti gli atti che, anche solo sul piano degli effetti, possono compromettere il buon esito della scalata.

Tale “presunzione”, tuttavia, non sembra capace di incidere sulla *ratio* dell'art. 104 t.u.f. (*supra*, par. 5.1). Essa, piuttosto, si propone unicamente di risolvere quei problemi applicativi che il ricorso a una clausola generale (qual è quella che discende dalla coerente applicazione della *primary purpose doctrine*) avrebbe inevitabilmente comportato. Invero, in un contesto caratterizzato dalla presenza di una forte discrezionalità gestoria, valutare la causa concreta dei singoli atti proposti dal consiglio di amministrazione rischierebbe di pregiudicare la certezza del diritto, comportando così un

---

<sup>78</sup> *Coster* (nt. 70), 668 s. In dottrina, da ultimo, v. THOMPSON (nt. 73), 713, per cui l'orientamento giurisprudenziale in commento «required defendants to prove a “compelling justification” for the defensive tactic if the directors’ primary purpose in acting was to frustrate the stockholder franchise» (enfasi aggiunta).

<sup>79</sup> Insistono infatti sulla necessità che la decisione degli amministratori sia adeguatamente motivata, GILSON - KRAAKMAN (nt. 69), 270 s. e 272.

<sup>80</sup> Per tutti, PICONE (nt. 77), 129.

probabile aumento della litigiosità<sup>81</sup>. Di qui, la ragionevolezza della previsione in esame.

Ancora una volta, tali considerazioni trovano importanti riscontri comparatistici. Come è noto, infatti, la rule 21.1 del Takeover Code inglese contiene una disposizione analoga a quella dell'art. 104, comma 1, t.u.f., proibendo agli amministratori, «during the course of an offer, [...to] take any action which may result in any offer ... being frustrated or in shareholders being denied the opportunity to decide on its merits». Al pari della disciplina italiana, dunque, anche quella inglese considera esclusivamente gli effetti delle operazioni eseguite, senza che si possa avere riguardo alla loro causa o alle motivazioni che hanno spinto gli amministratori ad agire in questo modo<sup>82</sup>.

Nondimeno, la rule 21 del Takeover Code non fa altro che declinare in maniera particolare (e più rigorosa) il principio generale di cui alla section 171(b) del Companies Act del 2006. Questa norma, però, vieta il compimento *solo* di quegli atti privi di un'adeguata «commercial justification» e il cui scopo difensivo costituisce pertanto «the primary or dominant purpose for the decision»<sup>83</sup>, alternando così «the constitutional balance between shareholders and directors»<sup>84</sup>.

In questo senso, dunque, il Takeover Code non pone un autonomo principio di diritto, ma si limita anch'esso a rimediare alle difficoltà che la generalizzata applicazione della section 171(b) Companies Act inevitabilmente comporterebbe. Invero - si è soliti osservare - in pendenza di un'offerta pubblica «the high degree of self-interest which may lead management ..., coupled with the severe difficulty ... in determining whether self-interest or advancement of the company's commercial interest was the

---

<sup>81</sup> Sull'importanza della certezza del diritto in materia di offerte pubbliche, di recente, ZOPPINI, *Brevi cenni conclusivi in tema di OPA*, in *Riv. soc.*, 2022, 949, ove il riferimento alla sentenza della Corte di giustizia dell'Unione europea, 20 luglio 2017, causa C-206/16, *Marco Tronchetti Provera et. al. contro Consob*.

<sup>82</sup> DAVIES - WORTHINGTON - HARE (nt. 59), n. 28-018, 1005; GULLIFER - PAYNE (nt. 48), 737 s.

<sup>83</sup> Così, DAVIES - WORTHINGTON - HARE (nt. 59), da cui sono tratte le citazioni riportate nel testo, rispettivamente a p.1006 (n. 28-020) e 268 (n. 10-021), ove anche il richiamo al principio di diritto formulato dalla Corte suprema in *Howard Smith Ltd v Ampol Petroleum Ltd* [1974] UKPC 3. In questo senso, secondo una pronuncia più recente, «one has to focus on the improper purpose and ask whether the decision would have been made if the directors had not been moved by it ... If there were proper reasons for exercising the power and it would still have been exercised for those reasons even in the absence of improper ones, it is difficult to see why justice should require the decision to be set aside» (c.d. «*but for*» test) (*Eclairs Group Ltd. v JKX Oil & Gas Plc.* [2015] UKSC 71, n. 21). Sul punto, v. anche GULLIFER - PAYNE (nt. 48), 731 s.

<sup>84</sup> Invero, «one of the commonest applications of the principle in company law is to prevent the use of the directors' powers for the purpose of influencing ... a decision which the company's constitution assigns to the general body of shareholders»: *Eclairs Group Ltd. v JKX Oil & Gas Plc.* (nt. 83), 16 e 29.

predominant motivating factor ... , suggests that a temporary ban upon [any] frustrating action, not approved by shareholders, should be imposed»<sup>85</sup>. Al contrario, quando la decisione di lanciare un'o.p.a. non è stata ancora resa pubblica, né ricorrono elementi tali da far ritenere «that a bona fide offer might be imminent» (rule 21.1 Takeover Code), non vi è ragione di applicare tale disciplina, con l'effetto di rendere nuovamente rilevante - in ossequio al principio generale di cui alla section 171(b) del Companies Act - lo scopo dei singoli atti gestorii<sup>86</sup>.

Come sembra suggerire anche l'analisi comparatistica, dunque, esigenze pratiche, non dogmatiche, stanno alla base della "presunzione" di cui all'art. 104, comma 1, t.u.f. Ciò - come si cercherà di illustrare - ha tuttavia rilevanti conseguenze ermeneutiche.

5.3. Come si è detto, infatti, il meccanismo presuntivo di cui all'art. 104, comma 1, t.u.f. non ha ragione di operare con riferimento a quegli atti che - pur non ancora eseguiti - sono già stati definiti *anteriamente* alla pubblicazione della decisione di lanciare un'o.p.a. In linea di principio, infatti, la collocazione temporale della decisione non dovrebbe lasciare dubbi sull'"autenticità" della loro causa gestoria.

Certamente, è ben possibile che anche simili operazioni abbiano, in realtà, carattere difensivo. Ciò può avvenire anzitutto per la natura stessa dell'atto, *ab origine* preordinato ad assolvere tale funzione: si pensi, per esempio, a quelle decisioni assunte dal consiglio di amministrazione dopo aver appreso di alcune voci sul possibile lancio di una scalata ostile<sup>87</sup>, o al rilascio di una delega *ex art.* 2443 c.c. per l'esecuzione di un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione. Tale circostanza, tuttavia, potrebbe verificarsi anche per una sorta di "eterogenesi dei fini" subita da

---

<sup>85</sup> Così, DAVIES (nt. 45), 206 e, più di recente, DAVIES - WORTHINGTON - HARE (nt. 59), n. 28-017, 1004; nello stesso senso, KERSHAW (nt. 46), 289, per cui «where such actions are taken in a post-bid setting without a credible record that the actions were contemplated prior to the bid, it may be very difficult for the board to convince a court that the primary purpose was not a defensive one».

<sup>86</sup> Invero, «it is not difficult to see why the tight controls over post-bid defenses cannot be replicated in the case of pre-bid moves. It is one thing, during the relatively short and regulated period of a bid, to prevent target management from taking steps which have the effect of thwarting a bid, no matter what commercial justification for the steps may put forward ... Before the bid, however, a similar ban would permanently deprive the company of commercial flexibility at a time when the incentive to self-interested conduct by management was not necessarily strong» (DAVIES (nt. 45), 206 s.).

<sup>87</sup> GUACCERO - NUZZO, *Profili societari dell'o.p.a.*, in *Trattato delle società*, t. IV, diretto da Donativi, Torino, 2022, 597 s.; GILOTTA (nt. 74), 788; MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, Torino, 2014, 104, riconducendo tale scelta alla necessità di assicurare la certezza del diritto e sottolineando come sia proprio per porre rimedio alla descritta evenienza che la rule 21.1 del *Takeover Code* inglese anticipa l'applicazione della *board neutrality rule* al momento in cui il consiglio di amministrazione della società *target* «has reason to believe that a bona fide offer might be imminent».

alcune decisioni originariamente prese nell'ambito della normale gestione della società e poi "convertite" in vere e proprie misure difensive. Può essere questo il caso, per esempio, della scelta di anticipare l'esecuzione di un atto già programmato, oppure di darvi opportunisticamente corso nei tempi previsti nonostante le condizioni di mercato avrebbero suggerito altrimenti.

Nell'ordinamento italiano, l'esecuzione in corso d'offerta di atti già decisi in precedenza è regolata dall'art. 104, comma 1-*bis*, t.u.f. Invero, tale norma si limita per lo più a richiamare la disciplina descritta nel comma precedente (*supra*, par. 5.2), escludendo però la necessità di ottenere una preventiva autorizzazione assembleare per il compimento di quelle operazioni che, pur avendo l'effetto pratico di contrastare con gli obiettivi dell'offerta, rientrano «nel corso normale delle attività della società»<sup>88</sup>.

Pur nell'ambiguità della sua formulazione letterale, la dottrina è solita riferire il "corso normale delle attività" alla gestione ordinaria della società o, comunque, al compimento di quelle operazioni che, non solo ineriscono «all'attività d'impresa come descritta nell'oggetto sociale», ma sono altresì coerenti con le «consuete modalità di svolgimento dell'attività»<sup>89</sup>.

Una simile interpretazione, tuttavia, rischia di paralizzare eccessivamente la gestione della società, in un contesto peraltro dove il rischio di comportamenti opportunistici da parte degli amministratori è più limitato<sup>90</sup>. La necessità di ottenere l'autorizzazione assembleare potrebbe infatti ritardare (se non addirittura compromettere) l'ordinata esecuzione dei piani strategici elaborati dal consiglio di amministrazione, rischiando altresì di "costringere" la società a dimostrarsi inadempiente rispetto ad alcuni contratti precedentemente stipulati<sup>91</sup>. Tale problema - come si è detto - si presenta poi con maggior gravità nelle banche, sia perché il periodo d'offerta può durare anche diversi mesi (*supra*, par. 2), sia perché una prolungata inazione rischierebbe di compromettere anche gli obiettivi di sana e prudente gestione (*supra*, par. 3.4).

Invero, il giudizio sulla "normalità" di un'operazione non dovrebbe mai avere come termine di paragone la coerenza dell'atto con la gestione "consueta" (cioè passata) della società. Non vi è dubbio infatti che al mutare delle condizioni di mercato debbano cambiare anche i criteri e le modalità

---

<sup>88</sup> Analoga previsione è contenuta anche nella rule 21.1(c)(v)(B) Takeover Code.

<sup>89</sup> Così, GILOTTA (nt. 74), 786 s., MUCCIARELLI (nt. 74), 1042 e GUACCERO - CIOCCA (nt. 42), 1338, da cui sono tratte le citazioni nel testo: così, per esempio, «l'emissione di un prestito obbligazionario può esulare o inerire al corso normale dell'attività in ragione non solo del rapporto tra attività svolta e necessità di indebitamento, ma anche della frequenza del ricorso a tale canale di finanziamento».

<sup>90</sup> DAVIES (nt. 45), 206 s., ove l'affermazione per cui «the pre-bid regulatory regime is ... necessarily more flexible but also, by the same token, less likely to catch genuinely self-interested conduct by management».

<sup>91</sup> Ritiene tuttavia irrilevante tale fatto MUCCIARELLI (nt. 74), 1042: non sarebbe infatti possibile «considerare queste operazioni sempre e comunque come "normali" perché si tratterebbe di un'interpretatio abrogans» dell'art. 104, comma 1-*bis*, t.u.f.

con cui la società è amministrata: a ben vedere, anzi, solo una simile condotta potrebbe dirsi davvero coerente con gli obblighi di cui agli artt. 2392 e 2403 c.c. Allo stesso modo, anche la presenza di condizioni eccezionali può richiedere l'adozione di misure eccezionali, senza che questo incida sulla "normalità" di tali atti rispetto alla gestione dell'impresa societaria. In questo senso, infatti, il giudizio sulla normalità di un'operazione dovrebbe riguardare solo la sua ragionevolezza e proporzionalità rispetto al manifestarsi di una precisa esigenza imprenditoriale o di mercato<sup>92</sup>: sia essa la necessità di adeguare l'attività al mutevole contesto economico, di cogliere nuove opportunità di *business* o di reagire con prontezza al manifestarsi di nuovi rischi o di una situazione di instabilità.

Coerentemente con la *ratio* che anima la disciplina in esame (*supra*, par. 5.1), la "normalità" cui si riferisce l'art. 104, comma 1-*bis*, t.u.f. dovrebbe allora essere ricercata nell'effettiva funzionalizzazione dell'atto all'esercizio dell'impresa, secondo le coordinate generali tracciate dall'oggetto sociale (*primary purpose doctrine*). Si dovrebbe così ritenere che rientrino «nel corso normale delle attività» (e che dunque non richiedano la preventiva autorizzazione dell'assemblea) tutte quelle operazioni che - a prescindere dalla loro "eterodossia" o eccezionalità - trovino la loro *causa* nel genuino adempimento dei doveri *ex artt. 2380-bis e 2392 c.c.*, nonché nella necessità di assicurare la sana e prudente gestione dell'impresa bancaria (art. 5 t.u.b.)<sup>93</sup>.

Come si è detto, infatti, non vi è alcuna ragione di presumere che le decisioni assunte prima che sia resa nota l'intenzione di lanciare un'o.p.a. abbiano natura difensiva per il semplice fatto che queste possano avere come semplice *effetto* quello di «contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta» (art. 104, commi 1 e 1-*bis*, t.u.f.). In tali circostanze, conformemente alla *ratio* che ispira la disciplina in esame, è invece necessario valutare la causa concreta dei singoli atti proposti dal consiglio di amministrazione, sottoponendo all'autorizzazione assembleare solamente le misure difensive in senso stretto<sup>94</sup>.

---

<sup>92</sup> È del resto la stessa *Relazione alla proposta di direttiva sulle OPAS* ad assimilare alle «operazioni che non sono realizzate nel quadro normale delle attività della società» quelle che «non sono conformi alle pratiche abituali del mercato» (COMMISSIONE EUROPEA, COM(2002) 534 del 2 ottobre 2002)

<sup>93</sup> Ancora attuali, dunque, sono le conclusioni cui era giunta l'Autorità di vigilanza nel vigore della precedente disciplina, per cui devono considerarsi «certamente fuori dalla sfera di applicazione» della *board neutrality rule* gli atti che, «quantunque teoricamente in grado di mutare la situazione patrimoniale della società» (e, dunque, di ostacolare il buon esito dell'operazione), sono «espressione di programmi compiutamente deliberati o addirittura avviati già in epoca precedente al lancio dell'o.p.a. Tali comportamenti sono espressione del dovere degli amministratori di assicurare la continuità della società» (così, la Comunicazione n. DIS/99085578 del 19 novembre 1999). In senso contrario, tuttavia, si esprime la dottrina maggioritaria: cfr. GILOTTA (nt. 74), 786 s., MUCCIARELLI (nt. 74), 1042 e GUACCERO - CIOCCA (nt. 42), 1338.

<sup>94</sup> Né vale obiettare che l'interpretazione tradizionale dell'art. 104, comma 1-*bis*, t.u.f. sia imposta dal tenore letterale della norma e, in particolare, dal significato comunemente

5.4. L'interpretazione dell'art.104, comma 1-bis, t.u.f. appena proposta porta con sé rilevanti conseguenze pratiche.

Anzitutto - come si è già anticipato - l'autorizzazione assembleare deve considerarsi necessaria esclusivamente per l'esecuzione di quelle misure che, pur decise anteriormente il lancio di un'offerta pubblica, abbiano in concreto una "causa difensiva" (*primary purpose doctrine*): circostanza questa che può essere accertata muovendo dalla mancanza di un preciso nesso tra l'operazione contestata e il contesto economico e di mercato in cui opera la società in quel particolare momento.

Allo stesso modo, la *ratio* che ispira la *board neutrality rule* suggerisce di interpretare estensivamente anche la nozione di "decisione assunta prima del termine di cui all'art. 102, comma 1, t.u.f.", fino ad abbracciare tutti quei progetti imprenditoriali già sufficientemente determinati nel loro contenuto. Il che, per esempio, porta a ritenere superflua l'autorizzazione assembleare per l'esecuzione di quelle operazioni che costituiscono una coerente attuazione - nei tempi e nei modi previsti, o comunque resi opportuni dal mutare delle condizioni del mercato - di un *business plan* già formalmente approvato dal consiglio di amministrazione. Solo in caso di una sopravvenuta eterogenesi dei fini (desumibile dalle circostanze del caso concreto) sarà dunque necessario ricorrere all'assemblea dei soci.

Un esempio può chiarire meglio la portata del problema e della soluzione interpretativa poco sopra esposta. La "trasformazione digitale" è considerata un vero e proprio "imperativo strategico" per le imprese bancarie ed è oggi oggetto di crescente attenzione anche da parte dell'Autorità di vigilanza<sup>95</sup>. Tale processo richiede tuttavia dei significativi investimenti in infrastrutture tecnologiche, che potrebbero difficilmente integrarsi con i sistemi digitali del *bidder* (*legacy cost*). In questo senso, la necessità di sostenere ingenti "costi irrecuperabili" può senz'altro costituire un notevole ostacolo per l'offerente, che - terminata l'o.p.a. - si troverebbe costretto a smantellare buona parte delle nuove infrastrutture<sup>96</sup>. Nel contempo, non vi è dubbio che ritardare tali investimenti potrebbe causare un grave pregiudizio per la banca e la sua sana e prudente gestione. Ora - benché l'esecuzione di

---

attribuito al sintagma "corso normale delle attività" (così, GUACCERO - CIOCCA (nt. 42), 1338). Invero - come si è ricordato *supra*, par. 3 - è la stessa Autorità di vigilanza a rilevare l'inadeguatezza di «un'interpretazione strettamente letterale», sottolineando invece la necessità di esaminare tale disposizione «alla luce della sua collocazione all'interno del sistema della disciplina delle difese in caso di o.p.a., nonché tenuto conto della *ratio* e della finalità della medesima disciplina» (CONSOB, *Comunicazione n. DEM/8095703*, 17 ottobre 2008).

<sup>95</sup> MCCAUL, *Supervising the future of banking: navigating the digital transformation*, in [www.bankingsupervision.europa.eu](http://www.bankingsupervision.europa.eu), 2023.

<sup>96</sup> Sulla c.d. *sunk cost fallacy*, WILLIAMSON, *The Economic Institution of Capitalism*, New York, 1985.

tali investimenti costituisca un fatto eccezionale rispetto al consueto svolgersi dell'attività di una banca - essi possono senz'altro essere ricondotti a una precisa e attuale esigenza di mercato. Ne consegue che, qualora tali investimenti siano stati decisi prima del termine di cui all'art. 102, comma 1, t.u.f. (ad esempio, perché previsti nel *business plan* o comunque sollecitati dall'Autorità di vigilanza<sup>97</sup>), la loro esecuzione non dovrebbe richiedere un'apposita autorizzazione assembleare<sup>98</sup>.

Come si è detto, infatti, misura della "normalità" di un atto deve sempre essere il mercato. Interpretare diversamente la norma, attribuendo cioè una portata più ampia alla *board neutrality rule*, avrebbe l'effetto di paralizzare indebitamente l'esercizio dell'impresa<sup>99</sup>.

A maggior ragione, poi, tale conclusione dovrebbe imporsi se si ammette che l'offerente possa modificare con un atto unilaterale di autonomia privata il perimetro di applicazione dei doveri di astensione a carico degli amministratori<sup>100</sup>. Non è raro, infatti, che le offerte siano sottoposte a condizioni risolutive legate al verificarsi o meno di determinate situazioni di fatto, che riguardano spesso il compimento di specifici atti gestorii da parte del consiglio di amministrazione. Si pensi, per esempio, alla previsione nel documento d'offerta di una condizione risolutiva legata alle sorti di un contratto per la distribuzione di prodotti finanziari (condizione dettata dal fatto che il *business plan* elaborato dall'offerente prevede l'implementazione di una strategia incompatibile con tale vincolo contrattuale).

Se si ritiene che gli amministratori, in assenza dell'autorizzazione assembleare *ex art. 104 t.u.f.*, debbano astenersi dal compiere qualsiasi atto

---

<sup>97</sup> Ciò - si badi - non solo per cogliere nuove opportunità di *business*, ma anche per una migliore gestione dei rischi: MCCAUL (nt. 95).

<sup>98</sup> Salvo che, ovviamente, le specificità del caso concreto non suggeriscano di procedere in modo diverso.

<sup>99</sup> *Contra*, BENAZZO, *Le o.p.a. volontarie*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da Cera - Presti, Bologna, 2020, 1348 ss. e 1392 s «ogni qua volta vi sia un dubbio nell'interpretazione o nell'applicazione di una norma ... relativa alle offerte pubbliche di acquisto ... la prevalenza non possa che essere attribuita alla tutela degli investitori e alla trasparenza e all'efficienza del mercato dei capitali. E così, segnatamente, con riguardo ... alle regole proprie in tema di adozione di misure difensive».

<sup>100</sup> In argomento, TRISCORNIA, *Il contenuto del documento d'offerta come "momento" di integrazione della disciplina regolamentare sull'OPA*, in *Riv. soc.*, 2017, 442 ss. Pur ammettendo la facoltà di sottoporre a condizione l'o.p.a., ritiene tuttavia che tali previsioni «non possano avere un effetto immediato in relazione ai divieti imposti» dall'art. 104 t.u.f., PICONE (nt. 79), 131 s. (ma v. le obiezioni a p. 163): invero, «il concetto di "obiettivi dell'offerta"» dovrebbe essere «inteso nel senso restrittivo di "*finalità immediate*" dell'offerta (cioè ... acquisto del numero di strumenti finanziari indicati nel documento informativo)». In senso analogo, v. anche GATTI (nt. 5), 612 ss. Ritengono invece che «la considerazione degli obiettivi dell'offerta fa[ccia] sì che vadano inclusi tra le difese non solo gli atti o le operazioni che abbiano come effetto immediato quello di incidere negativamente sui termini economici o negoziali dell'offerta, ma anche quelli - magari di più lungo periodo - che riducano la percorribilità delle iniziative industriali che l'offerente abbia manifestato», GUACCERO - CIOCCA (nt. 42), 1335.



che abbia come semplice effetto quello di ostacolare gli obiettivi dell'offerta, si deve allora ammettere che anche la mera volontà del *bidder* possa interferire direttamente sulla gestione della società bersaglio, così come formalizzata nel proprio *business plan*<sup>101</sup>. Il che - almeno nella sua generalizzazione - pare una conclusione senz'altro "sproporzionata", sia rispetto al contemperamento degli interessi in gioco (e dunque alla richiamata necessità di impedire che l'attività della società *target* sia irragionevolmente limitata: *supra*, par. 2), sia rispetto alla funzione recessiva oggi attribuita dall'ordinamento alle offerte pubbliche di acquisto e al mercato per il controllo societario (*supra*, par. 3).

MATTEO ARRIGONI

*Ricercatore di diritto commerciale*  
*Università Cattolica del Sacro Cuore*

ENRICO RINO RESTELLI

*Ricercatore di diritto commerciale*  
*Università degli Studi di Milano - Bicocca*

---

<sup>101</sup> In senso contrario, condivisibilmente, v. però GATTI (nt. 5), 612 ss., che vede infatti nella *board neutrality rule* una regola posta a protezione dell'interesse dei soci oblati, non del *bidder*.