

BREVI NOTE SULLA NORMA “ANTI-SCORRERIE” ALLA LUCE DELLE DELIBERE CONSOB N. 21320 E 21327 DEL 2020

Le presenti note si prestano ad analizzare le novità introdotte dalla CONSOB con le delibere n. 21320 e 21327 del 2020 alla c.d. norma “anti-scorrerie” (corrispondente, quanto meno sul profilo delle intenzioni del legislatore, alla *Section 13d* del *Securities Exchange Act* del 1934), con l’obiettivo di evidenziarne, anche in ottica comparatistica, alcune questioni di carattere applicativi e interpretativo. Secondo la lettura proposta, la portata dell’intervento del regolatore sembrerebbe (i) da un lato, non essere, di per sé, ancora idonea a far sì che la norma in esame persegua l’obiettivo voluto di migliorare ed incrementare la trasparenza degli assetti proprietari e del mercato per il controllo societario in generale al fine di garantire agli *stakeholders* l’assunzione di decisioni consapevoli, con conseguenti ricadute anche in materia di manipolazione di mercato, e (ii) dall’altro, evidenziare un legame sostanziale con la disciplina del *golden power*, da cui, deriverebbe una, per certi versi, ulteriore *ratio* sottesa all’introduzione dell’obbligo di *disclosure* delle intenzioni nel nostro ordinamento, e cioè la protezione degli interessi imprenditoriali delle società quotate.

This short paper aims to analyze the mandatory ownership disclosure provisions of Article 120, paragraph 4-bis of the Italian Consolidated Law on Finance (“TUF”), so called norma “anti-scorrerie” (anti stake-building rule, corresponding, at least in terms of the Italian legislator’s intentions, to the Section 13d of the Securities Exchange Act of 1934), following CONSOB Resolutions no. 21320 and 21327 of 2020, trying to stress, also in a comparative point of view, some practical and hermeneutic issues. According to my thesis, the intervention of the Italian securities regulator’s scope would appear (i) on the one hand, to not yet be, per se, suitable to ensure that the rule in question pursues the intended objective of enhancing and increasing transparency of ownership structures and of the market for corporate control in general in order to guarantee stakeholders to take informed decisions, with consequences also on market manipulation, and (ii) on the other hand, to highlight a substantial link with the golden power law, from which it would arise a further ratio behind the introduction of the mandatory disclosure of intentions in the Italian jurisdiction, that is the protection of private business interests of listed companies.

Sommario: 1. Premessa. Alcune considerazioni in merito alla portata delle deleghe regolamentari conferite alla CONSOB dal Decreto Fiscale e dal Decreto Imprese. – 2. Il nuovo impianto regolamentare delineato dalla CONSOB. – 2.1 Le novità introdotte dalla delibera n. 21320/2020. – 2.1.1 Il regime delle esenzioni. – 2.1.2 Le modalità ed i termini previsti per la comunicazione. – 2.2 Le novità introdotte dalla delibera n. 21327/2020. – 3. Alcune problematiche di tipo applicativo ed ermeneutico relative alla norma “anti-scorrerie”: dal confronto con l’esperienza francese e statunitense al difficile raccordo con la disciplina della manipolazione del mercato. – 4. Un’ulteriore ratio sottesa all’introduzione dell’art. 120, c. 4-bis TUF?: il legame con il c.d. “golden power” e la funzione “protezionistica” degli interessi privati degli emittenti quotati.

1. Premessa. Alcune considerazioni in merito alla portata delle deleghe regolamentari conferite alla CONSOB dal Decreto Fiscale e dal Decreto Imprese

Lo scorso aprile 2020 è stato sicuramente un mese abbastanza “caldo” per quanto concerne la recentissima disciplina c.d. “anti-scorrerie”, normata – a livello primario –

(1) Desidero ringraziare il Prof. Eugenio Ruggiero per i preziosi suggerimenti che ha voluto darmi e per il tempo dedicato alla lettura del presente contributo.

dal nuovo art. 120, c. 4-*bis* TUF, introdotto dal legislatore con l'art. 13 D.L. 148/2017 (c.d. *Decreto Fiscale*) e convertito con modificazioni nella L. 172/2017.

La novella ha introdotto, come ormai noto, anche nel nostro ordinamento ⁽²⁾⁽³⁾ l'obbligo per chiunque “acquisti” una “partecipazione” pari alle soglie del 10%, 20% e 25% di comunicare, oltre il raggiungimento delle medesime ai sensi dell'art. 120, c. 2 TUF e degli artt. 117 ss. RE, anche “*gli obiettivi che ha intenzione di perseguire nel corso dei sei mesi successivi*”, c.d. “dichiarazione di intenzione”. Segue, poi, a tale formulazione un elenco di specifici elementi da “indicare” nella medesima comunicazione. Ci si riferisce in particolare a: “*i modi di finanziamento dell'acquisizione*” (lett. a)); se si “*agisce solo o in concerto*” (lett. b)); se si “*intende fermare i suoi acquisti o proseguirli*”, nonché se si “*intende acquisire il controllo*” od “*esercitare un'influenza sulla gestione*” ed, in tali casi, “*la strategia*” e “*le operazioni*” per metterla in opera (lett. c)); “*le [...] intenzioni*” relative ad “*eventuali accordi e patti parasociali*” di cui si è parte (lett. d)); se si “*intende proporre l'integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo*” (lett. e)). Tale dichiarazione si configura, pertanto, come un obbligo di informativa *aggiuntiva* rispetto a quella che sono tenuti a pubblicare coloro che partecipano in misura rilevante al capitale degli emittenti quotati ⁽⁴⁾.

La nuova normativa ha tuttavia, e sin dal suo primissimo ingresso nel nostro impianto normativo, posto rilevanti problematiche di carattere applicativo ed interpretativo, di cui si intende dare conto nelle presenti note.

In primo luogo, l'art. 13, nella sua formulazione originaria antecedente alla conversione ⁽⁵⁾, delegava alla CONSOB l'obbligo di dettare, con proprio regolamento, il “*contenuto degli elementi della dichiarazione*” oltre che “[*de*] *i casi in cui la suddetta dichiarazione è dovuta dai possessori di strumenti finanziari dotati dei diritti previsti dall'articolo 2351, ultimo comma, del codice civile*”, tenendo conto, se del caso, “*del livello della partecipazione e delle caratteristiche del soggetto che effettua la dichiarazione, nonché le disposizioni relative ai controlli svolti dalla stessa sul contenuto delle dichiarazioni e le relative modalità*”.

Tuttavia, nel corso dell'esame in Senato – in sede di conversione – sono stati invece modificati i poteri attribuiti alla Commissione per la borsa ai sensi del citato articolo,

⁽²⁾ Si tenga presente, infatti, che a livello europeo altri ordinamenti – come quello francese e tedesco – si sono dotati, da più tempo del nostro, di un obbligo di *disclosure* delle intenzioni dell'investitore che acquisti una data percentuale di una partecipazione in un emittente. Nello specifico, in Francia la norma sulla “*déclaration d'intentions*” fu introdotta già nel 1988, mentre in Germania l'emanazione della stessa è più recente, risalendo infatti al 2008. Più in generale, invece, si potrebbe affermare come il precursore in materia sia stata il legislatore statunitense, risalendo l'ingresso di tale previsione nell'impianto normativo federale al 1968 ad opera del c.d. *Williams Act*.

Per ulteriori considerazioni di carattere comparatistico si rimanda a SANDRELLI, G. (2018), *Note sulla disciplina “anti-scorrerie”*, in Riv. soc., fasc. 1, pp. 190 – 195

⁽³⁾ Tale intervento nel nostro legislatore si pone, d'altro canto, in piena linea con il livello di armonizzazione minimo richiesto dalla Direttiva 2013/50/UE (c.d. *Direttiva Transparency II*), il cui considerando n. 12 – concedendo libertà di *gold plating* – recita testualmente che “*è opportuno che gli Stati membri possano continuare a definire obblighi più rigorosi di quelli stabiliti dalla direttiva 2004/109/CE riguardo al contenuto (ad esempio comunicazione delle intenzioni degli azionisti), la procedura e tempi di notifica e a richiedere informazioni aggiuntive sulle partecipazioni rilevanti non previste dalla direttiva 2004/109/CE*”.

⁽⁴⁾ Cfr. CONSOB (2020), *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione, delle conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori*, p. 1, consultabile online al sito: http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_concluse

⁽⁵⁾ Testo consultabile online al sito: https://www.gazzettaufficiale.it/atto/stampa/serie_generale/originario

prevedendo invece la possibilità – e si badi non l’obbligo – di “*individuare [...] i casi in cui la suddetta dichiarazione non è dovuta tenendo conto delle caratteristiche del soggetto che effettua la dichiarazione o della società di cui sono state acquistate le azioni*”. Inoltre, la nuova formulazione vede anche l’integrazione del novero dei soggetti destinatari della dichiarazione, prevedendo – oltre alla trasmissione alla società di cui sono state acquistate le azioni ed alla CONSOB – la “*comunicazione al pubblico*”.

Ora, se da un lato entrambe queste ultime previsioni rispecchiano perfettamente la *ratio legis* sottesa all’introduzione della nuova disciplina ⁽⁶⁾ – così come riferito nella relazione illustrativa del Decreto Fiscale “*di migliorare il grado di trasparenza del mercato e di incrementare il grado di conoscenza e di informazione degli stakeholder onde favorire l’assunzione di decisioni consapevoli*” ⁽⁷⁾ –, dall’altro suscita non poche perplessità la scelta normativa di eliminare dal disposto il riferimento al “contenuto degli elementi” della dichiarazione. Infatti, la richiesta espressa di un intervento puntuale del regolatore nel predisporre un modello di comunicazione minuzioso e dettagliato – volto ad aiutare sia il dichiarante che il mercato in generale – si ritiene che sarebbe stata sicuramente più in linea con la natura eccezionale e di *gold plating* della disciplina “anti-scorrerie”. Onde evitare, quanto meno, di ripetere gli errori – comprovati secondo autorevole dottrina ⁽⁸⁾ – dell’esperienza francese, di lasciare un *eccessivo margine di libertà* agli investitori nel comunicare le intenzioni sottese all’acquisto di una data partecipazione, che ha portato gli stessi a ricorrere a formule colpevoli di eccessiva *genericità* (sul punto si veda *infra* Par. §3).

In merito, la medesima dottrina ⁽⁹⁾ ha interpretato il testo vigente, così emendato, nel senso di attribuire comunque lo stesso potere alla Commissione per la Borsa, tuttavia non più sotto forma di *obbligo*, bensì di *mera facoltà*, auspicando, allo stesso tempo, che la stessa lo eserciti.

Il presente quadro normativo è stato, inoltre, intrecciato e complicato ulteriormente dall’emergenza sanitaria globale che ha spinto il legislatore a “correre ancora di più ai ripari”, attribuendo alla CONSOB, ai sensi dell’art. 17 D.L. 23/2020 convertito con modificazioni nella L. 40/2020 (c.d. *Decreto Imprese*), “*il potere [...] di prevedere, in aggiunta alle soglie già indicate nel comma 4-bis, una soglia del 5% per società ad azionariato particolarmente diffuso*” ⁽¹⁰⁾. La ragione sottesa a tale intervento, ritenuto dal legislatore estremamente urgente, sarebbe legata proprio a quell’elevato grado di volatilità dei corsi azionari e, sovente, di disallineamento tra i prezzi di mercato e i valori fondamentali delle società emittenti giustificativi dell’introduzione della stessa norma “anti-scorrerie” ⁽¹¹⁾, e che durante la diffusione della pandemia da COVID-19 si sono notevolmente accentuati ⁽¹²⁾. Al riguardo, il legislatore ha difatti ritenuto come “*il disvelamento delle finalità [...]*

⁽⁶⁾ Sul punto, anche in relazione alla *ratio* del D.L. 23/2020, si veda *infra* il Par. §4

⁽⁷⁾ Documento consultabile online al sito:
http://www.senato.it/leg/17/BGT/Schede/Ddliter/testi/48380_testi.htm

⁽⁸⁾ Come rilevato dalla dottrina sulla scorta dell’esperienza francese, infatti, “*indicazioni normative poco analitiche hanno finito per disorientare i dichiaranti, con il risultato che la maggior parte delle comunicazioni risultava priva di effettivo contenuto informativo, sovente limitandosi a formule “di stile”*”. Cfr. SANDRELLI, G. (2018), *Note sulla disciplina “anti-scorrerie”*, cit., p. 201

⁽⁹⁾ *Ibid.*

⁽¹⁰⁾ In questi termini è stato riassunto il “nuovo” potere della CONSOB nella relazione illustrativa al Decreto Imprese, consultabile online al sito:
<https://www.camera.it/leg18/126?tab=2&leg=18&idDocumento=2461&sede=&tipo=>

⁽¹¹⁾ Cfr. la relazione illustrativa al Decreto Fiscale, *op.cit.*

⁽¹²⁾ Cfr. la relazione illustrativa al Decreto Imprese, *op.cit.*

delle acquisizioni di partecipazioni significative e delle strategie industriali e finanziarie ad esse collegate contribuirebbe a realizzare condizioni di maggiore efficienza del mercato dei titoli azionari” ⁽¹³⁾.

In tal modo, la Commissione per la Borsa si è ritrovata nel mese di aprile a dover attuare rilevanti modifiche normative al corpo del TUF, che il presente articolo si pone l'obiettivo di analizzare brevemente cercando di coglierne la *funzione* e l'*impatto* per emittenti quotati e mercato per il controllo societario.

2. Il nuovo impianto regolamentare delineato dalla CONSOB

2.1 Le novità introdotte dalla delibera n. 21320/2020

Procedendo con ordine, per quanto concerne la prima delega regolamentare – conferita con l'introduzione *ex novo* dell'art. 120, c. 4-*bis* TUF – la CONSOB ha, sin dall'apertura della “consuetà” fase di consultazione pubblica con gli operatori del mercato (in data 27 giugno 2019), disatteso le aspettative di quell'interprete che auspicava – e si ritiene correttamente – un intervento deciso della stessa, che desse sostanza ad una disciplina, secondo l'interpretazione qui proposta, tendenzialmente incompleta e sicuramente ricca di incertezza applicativa, quantomeno se comparata con le omologhe previsioni di altri ordinamenti ⁽¹⁴⁾.

Il regolatore ha, infatti, inteso limitare il proprio margine di intervento, circoscrivendo le proposte regolamentari di attuazione ai meri casi di esenzione dall'obbligo di effettuare la dichiarazione di intenzioni ⁽¹⁵⁾. È assente, pertanto, un qualsiasi riferimento al contenuto degli elementi richiesti dalla norma in esame alle lett. a) – e).

Nello specifico, l'unica indicazione di tipo sostanziale relativa all'applicazione del citato comma 4-*bis* è rinvenibile nella relazione illustrativa degli esiti della consultazione ⁽¹⁶⁾, in cui la CONSOB ha precisato come il termine “*partecipazione*” sia “*idoneo a ricomprendere non solo i casi di detenzione diretta di azioni, ma anche di strumenti finanziari con effetto economico simile alla detenzione di azioni*”, tra cui figurano in particolare i cc.dd. derivati di *equity cash-settled*.

Tale chiarimento – assolutamente condivisibile, nonostante le opinioni contrarie espresse da ABI e ASSOSIM, secondo le quali si sarebbe dovuto far riferimento alle sole “partecipazioni azionarie” (art. 117 RE) – è del tutto conforme invece con il più recente orientamento in materia di assetti proprietari – espresso dalla stessa per la

Per avere un'idea dell'estrema volatilità dei prezzi delle azioni, in particolar modo durante il periodo di c.d. *lockdown* (in cui, coerentemente con quanto detto, sono state anche vietate dalla CONSOB le vendite allo scoperto), si rimanda al grafico sull'andamento di Piazza Affari FTSE MIB al sito: <https://www.ilsole24ore.com/art/borse-europee-viste-positivo-asia-chiusura-il-segno-piu-ADyzM2S>

⁽¹³⁾ Cfr. la relazione illustrativa al Decreto Fiscale, *op.cit.*

⁽¹⁴⁾ Sul punto si tornerà successivamente al Par. §3

⁽¹⁵⁾ Cfr. CONSOB (2019), *Proposte di modifica al Regolamento emittenti in materia di trasparenza societaria*, pp. 3 ss. documento consultabile online al sito: http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_concluse

⁽¹⁶⁾ Cfr. CONSOB (2020), *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione, delle conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori, cit.*, p. 6

prima volta nel c.d. *Position Paper* del 2009 ⁽¹⁷⁾⁽¹⁸⁾, e consolidato successivamente anche dal legislatore europeo con la Direttiva 2013/50/UE (c.d. *Direttiva Transparency II*) ⁽¹⁹⁾ – secondo cui i tentativi di scalata potrebbero ben realizzarsi mediante l'utilizzo di strumenti finanziari diversi da azioni, come per l'appunto i derivati ⁽²⁰⁾.

⁽¹⁷⁾ Cfr. CONSOB (2009), *Position paper in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled*, documento consultabile online al sito: http://www.consob.it/documents/11973/219974/position_paper_derivati_20091008.pdf/1c6f25c2-83d2-44ca-8c71-43ea06ce15e6

⁽¹⁸⁾ Facendo seguito al citato documento di consultazione, la CONSOB ha infatti ridelineato, con la delibera n. 17919/2011, gli obblighi di *disclosure*, introducendo per la prima volta un terzo *basket* di *reporting* (la c.d. “posizione lunga complessiva”), dato dall'aggregazione delle tradizionali “partecipazioni effettive” e delle “partecipazioni potenziali”, ma soprattutto anche delle “altre posizioni lunghe” (art. 116-terdecies, c.1, lett. d1) RE). Quest'ultima definizione, in particolare, operava (ed opera tutt'oggi) come “categoria residuale”, idonea a ricomprendere qualsiasi strumento o rapporto contrattuale che attribuisca al relativo titolare “l'assunzione di un interesse economico positivamente correlato all'andamento del sottostante”, e quindi anche le posizioni lunghe in derivati *cash-settled*. Successivamente a tale intervento la Commissione per la Borsa è tornata sull'argomento con le delibere n. 19446/2015 e 19614/2016, con cui ha, *inter alia*, ridefinito i suddetti *basket*. In argomento si rimanda a LO PO', L. A. e PORCHIA, I. (2010), *Partecipazioni rilevanti in società quotate: verso la trasparenza delle posizioni in derivati cash-settled*, in *Strumenti Finanziari e Fiscalità*, fasc. 1, pp. 51 ss.; LO PO', L. A. e PORCHIA, I. (2012), *Le nuove regole Consob in materia di trasparenza delle partecipazioni cash-settled*, in *Soc.*, fasc. 6, pp. 681 ss.; LO PO', L. A. e STOPPELLO, F. (2014), *Il nuovo regime normativo europeo in materia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti*, in *Soc.*, fasc. 3, p. 324

Con riferimento invece al contesto delle OPA, l'*equiparazione* tra la titolarità di una *posizione* lunga assunta attraverso uno “strumento finanziario derivato” e la detenzione di una partecipazione ai sensi dell'art. 105, c. 1 TUF è stata introdotta dalla delibera CONSOB n. 17731/2011. In argomento si rimanda a SANDRELLI, G. (2012), *La nuova disciplina degli “strumenti finanziari derivati” nelle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. Soc.*, fasc. 1, pp. 149 ss.; LO PO', L. A. e PORCHIA, I. (2012), *Le nuove regole Consob in materia di trasparenza delle partecipazioni cash-settled*, *cit.*, pp. 676 ss.; FAUCEGLIA, F. (2012), *Art. 106 Offerta pubblica di acquisto totalitaria*, in *Il Testo Unico della Finanza*, (a cura di Fratini, M. e Gasparri, G., UTET Giuridica: Torino pp. 1389 – 1407; STELLA RICHTER, M. Jr. (2011), *Le offerte pubbliche di acquisto: commento agli artt. 101-bis ss. T.U.F., così come modificati dal d.lgs. n. 229/2007, dalla legge n. 2/2009 e dal d.lgs. n. 146/2009*, Giappichelli Editore: Torino

⁽¹⁹⁾ Si veda al riguardo il considerando n. 9 della citata direttiva, secondo cui: “[l]’innovazione finanziaria ha portato alla creazione di nuove tipologie di strumenti finanziari che creano una determinata esposizione economica degli investitori nei confronti delle società, la cui comunicazione non è disciplinata dalla direttiva 2004/109/CE. Questi strumenti potrebbero essere utilizzati per acquisire quote occulte di società, da cui potrebbero risultare abusi di mercato e che potrebbero fornire una rappresentazione errata e fuorviante della proprietà economica delle società quotate. Per garantire che gli emittenti e gli investitori abbiano piena conoscenza della struttura dell'assetto proprietario delle società, è opportuno che la definizione di strumenti finanziari in tale direttiva ricomprenda tutti gli strumenti con effetto economico simile alla detenzione di azioni e al diritto di acquisirne”.

⁽²⁰⁾ Evidenze empiriche sono offerte dalle cc.dd. strategie di *hidden (morphable) ownership*, termine coniato da autorevolissima dottrina statunitense con cui ci si riferisce alla situazione in cui un investitore di per sé terzo al rapporto sociale, ma parte in *posizione lunga* in un derivato azionario, partecipi attivamente alla gestione societaria godendo altresì *de facto* degli stessi diritti di un azionista – sia mediante l'ausilio della controparte finanziaria che per prassi finanziaria acquista le cc.dd. *hedge shares* ed esercita i relativi diritti di voto secondo le sue preferenze, che ancora in ragione delle caratteristiche finanziarie e giuridiche del contratto derivato – , rimanendo tuttavia occulto alla società e al mercato. In argomento si rimanda *ex multis* a HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, in *Sothorn California Law Review*, vol. 79, n. 4; HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *Empty voting and hidden (morphable) ownership: taxonomy, implications and reforms*, in *The Business Lawyer*, vol. 61: 1011; HU, H. T. C. e BLACK, B. (2007), *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership*, in *Journal of Corporate Finance*, Forthcoming; HU, H. T. C. e BLACK, B. (2008), *Debt, equity and hybrid decoupling: governance and systemic risk implications*, in *European Financial Management*, vol. 14, n. 4; HU, H. T. C. e BLACK, B. (2008), *Equity and decoupling and empty voting II: importance and extensions*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 156, n. 3;

2.1.1 Il regime delle esenzioni

In sede di attuazione, invece, il regolatore, con la delibera n. 21320/2020, si è apprestato a identificare – come anticipato in apertura di paragrafo – esclusivamente sei casi di esenzione ⁽²¹⁾. Non sorprende al riguardo come lo stesso abbia inteso inquadrare la nuova norma “anti-scorrerie” in modo conforme, seppur con taluni adattamenti, a discipline “limitrofe” – come quelle della trasparenza delle partecipazioni rilevanti e dell’OPA –, operando *inter alia* una serie di rinvii a fattispecie già normate dal RE.

In particolare, ai sensi del nuovo art. 122-*ter* RE – così come emendato a seguito della chiusura della consultazione pubblica ⁽²²⁾ – l’obbligo di cui all’art. 120, c. 4-*bis* TUF non sussiste:

i) Nei casi di esenzione previsti in materia di offerte pubbliche *ex* art. 49, c. 1, lett. a) RE, seppur limitatamente alla sola ipotesi in cui un altro socio eserciti un *controllo solitario di diritto* sulla società (quindi quando lo stesso detenga più del 50% dei diritti di voto, con esclusione invece dei casi di società sottoposte a controllo tramite patto parasociale), lett. c), lett. d) ⁽²³⁾ e lett. b) (art. 122-*ter*, c. 1, lett. a) RE). La CONSOB, al

mentre su sponda italiana il fenomeno è stato trattato in FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, (a cura di) Balzarini, P., Carcano, G. e Ventoruzzo, M., Giuffrè Editore: Milano; CARRIERE, P. (2008), *Le operazioni di portage azionario: tra proprietà temporanea e proprietà economica*, Giuffrè Editore: Milano; DIALTI, F. (2006), *Equity swaps e obblighi di disclosure*, in *Dir. comm. internaz.*, fasc. 2, pp. 428 ss.; LO PO’, L. A. (2016), *Cash-settled corporate equity derivatives. The relationship between disclosure rules and decoupling phenomena*, in *Dir. banc.*, fasc. 2 pp. 208 – 209; SANDRELLI, G. (2012), *La nuova disciplina degli “strumenti finanziari derivati” nelle offerte pubbliche di acquisto*, *cit.*, pp. 139 – 141; DE NARDIS, E. e TONELLO, M. (2010), *Know your shareholders: the use of cash-settled equity derivatives to hide corporate ownership interests*, in *Conference Board Director Notes* n. DN-009, pp. 2 ss.; si consenta infine il rinvio, con specifico riguardo ai profili comparatistici tra l’esperienza italiana e statunitense, a ANTONELLI, V. (2021), *I derivati di equity e contratti di M&A. Regolamentazione e casi tra USA e Italia*, in *Riv. dir. banc.*, @University

Esemplificative possono essere le note operazioni realizzate da Exor Group S.A. e da TCI Fund Management Limited nelle quali i derivati azionari sono stati impiegati, rispettivamente, per (i) mantenere informalmente una partecipazione di controllo, al fine di inibire l’obbligo di OPA e comprare così azioni al di sotto del reale prezzo di mercato e (ii) perseguire strategie attiviste pur in assenza della qualifica di socio giovando dell’ “effetto sorpreso” ed impedendo così l’attivazione del c.d. meccanismo di *price and trade decoding*. Sulla ricostruzione delle vicende giurisdizionali si vedano, con riferimento alla prima, le pronunce del Tribunale Torino, sez. I pen., 21.12.2010, in DPC (2010) e della Corte d’Appello di Torino, sez. I pen., 28.02.2013, in DPC (2013); mentre avendo riguardo della seconda l’*opinion* della Corte federale di New York, ed in sua vede il giudice Lewis. A Kaplan, *CSX Corp. v. Children’s Inv. Fund Management (UK) LLP*, 562 F. Supp.2d 511 (*United States District Court, United States District Court, S.D. New York 2008*), in Westlaw.

⁽²¹⁾ Per ragioni di chiarezza espositiva, si precisa come la delibera n. 21320/2020 è intervenuta, *inter alia*, anche in merito alla comunicazione delle partecipazioni superiori al 3% detenute nelle società che perdono la qualifica di PMI, che tuttavia, esulando dagli obiettivi delle presenti note, non saranno oggetto di trattazione.

⁽²²⁾ È d’uopo rilevare come gli operatori del mercato aderenti alla consultazione pubblica (tra cui figurano ABI, ASSOGESTIONI, ASSONIME, ASSOSIM, BSVA Studio legale Associato, Latham & Watkins Studio legale, Norges Bank Investment Management, Idee Economiche & Design sas di Marco BAVA & C) abbiano, pressoché unanimemente, richiesto un’estensione di tali casi di esenzione al fine di contenere i costi di *compliance*, divenuti ancora più onerosi anche a seguito delle recenti riforme volte ad estendere gli obblighi di *disclosure* alla c.d. proprietà economica delle azioni (si rimanda a tal riguardo all’analisi e ai riferimenti fatti nella nt. 18); tuttavia, la CONSOB non si è trovata sempre in accordo con le osservazioni pervenute.

⁽²³⁾ Con specifico riferimento alla lett. d) la CONSOB ha chiarito – con la recente Comunicazione n. 1187953 del 24.11.2020 – come l’acquisto di azioni oggetto di recesso spettanti in opzione non possa

riguardo, ha evidenziato che tali esenzioni “*vadano qui riferiti all’acquisto di partecipazioni superiori alle soglie del 10%, 20% e 25%, a prescindere dunque da qualsivoglia obbligo di OPA*”, e che l’obbligo in esame venga comunque a configurarsi anche “*nell’ipotesi in cui un soggetto acquisisca in unica soluzione una partecipazione anche superiore al 25% (30%, 50% ecc.)*”⁽²⁴⁾.

ii) Quando l’acquisto della partecipazione è idoneo a determinare l’obbligo di OPA ai sensi dell’art. 106, c. 1 o 1-*bis* TUF, nell’ambito tuttavia di un’operazione finalizzata al salvataggio dell’emittente in stato di crisi ovvero conseguentemente ad operazioni di fusione o scissione secondo quanto disposto, rispettivamente, dall’art. 49, c. 1, lett. b) o g) RE (art. 122-*ter*, c. 1, lett. b) RE). In tali casi, infatti, il regolatore ha ritenuto non necessario onerare gli operatori di mercato della *disclosure* sulle intenzioni, in ragione del fatto che “*tali operazioni sono preliminarmente sottoposte ad un particolare regime informativo verso l’assemblea e verso il pubblico*”, c.d. *whitewash* (25).

iii) Nei casi in cui non sussiste l’obbligo di effettuare la comunicazione richiesta in materia di assetti proprietari ai sensi dell’art. 119-*bis*, c. 3, lett. a), b) e c-*ter*), 5 e 6 TUF (art. 122-*ter*, c. 1, lett. c) RE).

iv) Qualora il superamento delle soglie rilevanti sia di natura meramente *passiva*, conseguente a modifiche del capitale sociale (riduzione del capitale) e/o del numero dei diritti di voto (perdita del voto maggiorato) (art. 122-*ter*, c.1, lett. d) RE). La CONSOB, onde evitare di porre dubbi interpretativi, ha inteso circoscrivere – mediante il rinvio all’ultima parte dell’art. 49, c. 1, lett. d-*bis*) RE – tale esenzione ai soli casi di condotte “*del tutto prive di volontarietà*”, restando invece soggetti all’obbligo coloro che abbiano effettuato acquisti di partecipazioni “*tali da determinare comunque un superamento delle soglie rilevanti?*” (26).

v) Qualora gli acquisti siano effettuati da gestori di fondi che assumano una posizione *meramente finanziaria* (27) (art. 122-*ter*, c. 1, lett. e) RE).

vi) Se l’acquisto della partecipazione determina l’obbligo o è effettuato nell’ambito di un’offerta pubblica di acquisto o scambio comunicata al mercato (art. 122-*ter*, c. 1, lett. f) RE).

È d’uopo evidenziare come, ai sensi dell’art. 122-*ter*, c. 2 RE, l’operatività dei casi di esenzioni – ad eccezione della fattispecie di cui al n. iii) – sia condizionata ad una

rientrare nella fattispecie di esenzione “per cause indipendenti dalla volontà dell’acquirente” (art. 106, c. 5, lett. c) TUF), in quanto, a differenza dell’esercizio del diritto di opzione negli aumenti di capitale, comporta necessariamente un incremento della percentuale della partecipazione posseduta da chi si avvale dell’opzione; incremento che, come tale, non rappresenta l’effetto di una scelta altrui allo stesso non imputabile.

(24) Cfr. CONSOB (2020), *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione, delle conseguenze sulla regolamentazione, sull’attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori*, cit., p. 7

(25) *Ibid.*

(26) Cfr. CONSOB (2019), *Proposte di modifica al Regolamento emittenti in materia di trasparenza societaria*, cit., p. 6

(27) Nello specifico la norma dispone che l’obbligo non sussiste: “*per le società di gestione che acquistano partecipazioni, anche in forma aggregata, in emittenti quotati nell’ambito delle attività di gestione di cui all’articolo 116-*terdecies*, comma 1, lettera e), esercitata secondo le condizioni definite nella direttiva 2009/65/UE, o per i soggetti extra-UE che svolgono un’attività per la quale, se avessero la sede legale o l’amministrazione centrale in uno Stato dell’UE, sarebbe necessaria l’autorizzazione ai sensi della direttiva 2009/65/UE, nonché per i FLA italiani non riservati a investitori professionali e per i FLA UE la cui normativa nazionale applicabile preveda limiti all’investimento e condizioni equivalenti a quelli disposti dalla normativa italiana con riferimento ai FLA non riservati a investitori professionali?*”.

dichiarazione del soggetto interessato circa la sussistenza, nel caso concreto, di una delle esenzioni sopra esposte, da riportare nel nuovo campo, inserito *ad hoc*, dei modelli 120/A e 120/B (Allegato 4 RE).

2.1.2 Le modalità ed i termini previsti per la comunicazione

Per quanto concerne, invece, le relative modalità e termini di assolvimento dei nuovi obblighi informativi il legislatore ha previsto che la “dichiarazione di intenzioni” sia trasmessa alla società partecipata, alla CONSOB nonché comunicata al pubblico secondo quanto già previsto per le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti, avendo inserito per l'appunto, come prevedibile, un richiamo diretto al comma 4, lett. *c)* e *d)* del medesimo art. 120 TUF. Pertanto, la Commissione per la Borsa si è limitata, qui, a rinviare agli artt. 121 e 122 RE, indicando che l'assolvimento dell'obbligo in esame debba essere adempiuto mediante l'utilizzo del nuovo modello 120/D (art. 122-*ter*, c. 3 RE). In quest'ultimo documento, tuttavia e come si è più volte evidenziato, alla voce *contenuto della dichiarazione* vengono indicati meramente gli elementi di cui all'art. 120, c. 4-*bis*, lett. *a) – e)* TUF. Da cui segue, pertanto, la “concessione” di un notevole margine di libertà e discrezionalità – e si ritiene forse più del dovuto, specialmente se considerato quanto si dirà in merito alle sanzioni – al dichiarante nell'assolvere al proprio obbligo.

2.2 Le novità introdotte dalla delibera n. 21327/2020: la riduzione della soglia minima rilevante

Da ultimo, la CONSOB ha esercitato – a distanza di pochi giorni dalla precedente delibera – anche il potere conferitogli con l'art. 17 del Decreto Imprese emanando la delibera n. 21327/2020 ⁽²⁸⁾. Con quest'ultima è stata introdotta in particolare, per il periodo di tre mesi (decorrenti dall'11 aprile, data di entrata in vigore del provvedimento), da ultimo prorogato al 13 aprile 2021 con la delibera n. 21672/2021, l'ulteriore soglia del 5% al raggiungimento o superamento della quale sorgono gli obblighi di *disclosure* previsti dall'art. 120, c. 4-*bis* TUF. È interessante rilevare come il nuovo regime a carattere temporaneo abbia però un ambito di applicazione *soggettivo* ben limitato. Infatti, lo stesso è riferito ai soli (104) emittenti quotati con *azionariato diffuso* – e cioè non controllati di diritto – indicati nell'elenco riportato in calce alla citata delibera (aggiornato prima con le delibera n. 21352/2020 e successivamente con la n. 21404/2020).

In sede di conversione, inoltre, il citato art. 17 è stato integrato di un nuovo comma 1-*bis*, il quale estende fino al 31 dicembre 2020 ai “settori agroalimentare e siderurgico” l'applicazione sia della disposizione di cui all'articolo in esame, che quella di cui agli artt. 16 e 15 relativi al c.d. *golden power* (richiamo quest'ultimo, come si dirà, di non scarso rilievo).

Pertanto, almeno fino alla fine dell'anno per alcune società – ritenute particolarmente rilevanti per il Paese – tale riduzione della soglia rilevante rimarrà vigente.

⁽²⁸⁾ Per ragioni di chiarezza espositiva si ritiene necessario precisare come la CONSOB abbia emanato, assieme alla delibera qui in esame, un'altra delibera (la n. 21326/2020) con la quale ha provveduto a ridurre anche la soglia minima per quanto concerne la comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

3. Alcune problematiche di tipo applicativo ed ermeneutico relative alla norma “anti-scorrerie”: dal confronto con l’esperienza francese e statunitense al difficile raccordo con la disciplina della manipolazione del mercato

Si è detto come il nostro regolatore abbia optato per non fornire – in sede attuativa – alcuna specificazione inerente al contenuto della “dichiarazione di intenzione”, ritenendo dunque che la formulazione adottata dal legislatore sia sufficientemente chiara e completa, tale da non richiedere ulteriori interventi di livello secondario.

Ebbene, ad un’analisi più attenta, il testo del comma 4-bis TUF appare somigliare non poco a quello dell’art. L223-7, c. VII *Code de commerce*, delineato dal legislatore francese ⁽²⁹⁾. Sennonché, la disciplina transalpina è stata significativamente implementata dal rispettivo regolatore (l’AMF), il quale – esercitando proprio quella delega regolamentare ⁽³⁰⁾ che è stata invece eliminata dal *corpus* del citato art. 13 Decreto Fiscale – ha emendato il testo dell’art. 223-17 *Règlement Général* ⁽³¹⁾ introducendo delle “*précisions*” relative al contenuto degli elementi da dichiarare, secondo il modello statunitense della *Schedule 13D*. L’AMF ha difatti riscontrato come le “*précisions demandées dans le Schedule 13D*” diano invece una “*image plus complète et fidèle des intentions de l’acquéreur*” ⁽³²⁾.

In particolare, il regolatore federale (la SEC) – in forza della *Sec. 13(d) Securities Exchange Act* – ha difatti definito in modo minuzioso e dettagliato il contenuto degli elementi da dichiarare, non limitandosi a richiedere, ad esempio, la “mera” *disclosure* del “*purpose of transaction*”, bensì fornendo un elenco di specifici obiettivi che – qualora perseguiti mediante l’acquisto della c.d. *beneficial ownership* (*Rule 13d-3 Code of Federal Regulation*) – debbano essere comunicati (*Item 4, lett. a) – j) Schedule 13D*) ⁽³³⁾. Allo stesso

⁽²⁹⁾ L’articolo recita testualmente: “*Lorsque les actions de la société sont admises aux négociations sur un marché réglementé, la personne tenue à l’information prévue au I est tenue de déclarer, à l’occasion des franchissements de seuil du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième ou du quart du capital ou des droits de vote, les objectifs qu’elle a l’intention de poursuivre au cours des six mois à venir.*”

Cette personne précise dans sa déclaration:

- a) *Les modes de financement de l’acquisition;*
- b) *Si elle agit seule ou de concert;*
- c) *Si elle envisage d’arrêter ses achats ou de les poursuivre et d’acquérir ou non le contrôle de la société;*
- d) *La stratégie qu’elle envisage vis-à-vis de l’émetteur et les opérations pour la mettre en œuvre;*
- e) *Ses intentions quant au dénouement des accords et instruments mentionnés aux 4° et 4° bis du I de l’article L. 233-9, si elle est partie à de tels accords ou instruments;*
- f) *Tout accord de cession temporaire ayant pour objet les actions et les droits de vote;*
- g) *Si elle envisage de demander sa nomination ou celle d’une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance.*

⁽³⁰⁾ Il terzo comma cpv. della norma prevede in particolare che “*le règlement général de l’Autorité des marchés financiers précise le contenu de ces éléments en tenant compte, le cas échéant, du niveau de la participation et des caractéristiques de la personne qui procède à la déclaration*”.

⁽³¹⁾ Disposizione attuativa del citato art. L223-7, c. VII

⁽³²⁾ Cfr. AMF (2008), *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d’intention*, p. 20, documento consultabile online al sito: <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/rapports-etudes-et-analyses/rapport-du-groupe-de-travail-preside-par-m-bernard-field-sur-les-declarations-de-franchissement-de>

⁽³³⁾ La norma recita testualmente: “*State the purpose or purposes of the acquisition of securities of the issuer. Describe any plans or proposals which the reporting persons may have which relate to or would result in: (a) The acquisition by any person of additional securities of the issuer, or the disposition of securities of the issuer; (b) An extraordinary corporate transaction, such as a merger, reorganization or liquidation, involving the issuer or any of its subsidiaries; (c) A sale or transfer of a material amount of assets of the issuer or any of its subsidiaries; (d) Any change in the present board of directors or management of the issuer, including any plans or proposals to change the number or term of directors or to*

modo, il regolatore francese ha specificato, *inter alia*, quali siano le “*opérations pour mettre en œuvre la stratégie qu'il envisage vis-à-vis de l'émetteur*” (art. 223-17, c. 1, n. 5 – 6 *Règlement Général*)⁽³⁴⁾. D'altro canto, la disciplina nostrana si caratterizza, invece, per un più generico riferimento esclusivamente alla “*strategia che si intende adottare ed alle operazioni per mettere in opera*” l'acquisto del controllo dell'emittente ovvero, comunque, l'esercizio di un'influenza sulla gestione dello stesso (art. 120, c. 4-*bis*, lett. c) TUF).

La scelta normativa sottesa a tale implementazione del disposto primario francese deriva dal riconoscimento da parte dell'AMF – a differenza di quanto fatto dalla “nostra” CONSOB – del “*caractère trop général*”⁽³⁵⁾ del contenuto della dichiarazione, così come previsto dal *Code de commerce* (e per analogia dal TUF). Da cui ha fatto seguito un sostanziale ricorso degli investitori francesi a “clausole di stile”, cariche di eccessiva astrattezza, con conseguente difficoltà della norma “anti-scorrerie” ad esplicitare la relativa funzione di garantire agli *stakeholders* l'assunzione di decisioni consapevoli. In effetti, se l'obiettivo principale della stessa è quello di migliorare ed incrementare la trasparenza degli assetti proprietari, e del mercato per il controllo societario in generale, risulta essere allora giustificata l'interpretazione dell'AMF secondo cui “*plus les informations à fournir sont précisément identifiées, plus le recours à des clauses de style devient délicat comme en atteste le Schedule 13D américain*”⁽³⁶⁾.

In chiave comparatistica risulta, pertanto, di difficile comprensione la scelta di politica del diritto – sia del nostro legislatore che del regolatore – di non “fare tesoro” dell'esperienza francese, introducendo al contrario una disciplina che “*si ispira a quella vigente nel mercato statunitense*”⁽³⁷⁾ più nelle intenzioni⁽³⁸⁾ che nella sostanza.

L'effetto che ne è seguito – quanto meno fino ad oggi, alla luce di una seppur breve analisi empirica delle dichiarazioni di intenzioni effettuate nel contesto di recenti scalate societarie su emittenti quotati avvenute nel mercato italiano – è esattamente quello pocanzi detto denunciato dal regolatore francese. Più in particolare e ancora con

fill any existing vacancies on the board; (e) Any material change in the present capitalization or dividend policy of the issuer; (f) Any other material change in the issuer's business or corporate structure, including but not limited to, if the issuer is a registered closed-end investment company, any plans or proposals to make any changes in its investment policy for which a vote is required by section 13 of the Investment Company Act of 1940; (g) Changes in the issuer's charter, bylaws or instruments corresponding thereto or other actions which may impede the acquisition of control of the issuer by any person; (h) Causing a class of securities of the issuer to be delisted from a national securities exchange or to cease to be authorized to be quoted in an inter-dealer quotation system of a registered national securities association; (i) A class of equity securities of the issuer becoming eligible for termination of registration pursuant to section 12(g)(4) of the Act; or (j) Any action similar to any of those enumerated above”.

⁽³⁴⁾ Nello specifico, nel testo del citato art. 223-17, c. 1, n. 6, è fatto riferimento a: “*projet de fusion, de réorganisation, de liquidation, ou de transfert d'une partie substantielle des actifs de l'émetteur ou de toute personne qu'il contrôle*” (lett. a)); “*projet de modification de l'activité de l'émetteur*” (lett. b)); “*projet de modification des statuts de l'émetteur*” (lett. c)); “*projet de radiation des négociations d'une catégorie de titres financiers de l'émetteur*” (lett. d)); “*projet d'émission de titres financiers de l'émetteur*” (lett. e)).

⁽³⁵⁾ Cfr. AMF, *op.cit.*, p. 20

⁽³⁶⁾ *Ibid.*

⁽³⁷⁾ Queste le parole utilizzate nella Relazione illustrativa al testo originario del Decreto Fiscale, consultabile online al sito: <https://www.sipotra.it/wp-content/uploads/2017/04/NORMA-ANTISCORRERIE-APPUNTO.pdf>

⁽³⁸⁾ In un'importante pronuncia della giurisprudenza federale – *GAF Corp. v. Milstein*, 453 F.2d 709, (United States Court of Appeals, Second Circuit 1971), in Westlaw – è stato affermato come “*the purpose of section 13(d) is to alert the marketplace to every large, rapid aggregation or accumulation of securities, regardless of technique employed, which might represent a potential shift in corporate control*”, ribadita successivamente in *Hallwood Realty Partners, L.P. v. Gotham Partners, L.P.*, 286 F.3d 613 (United States Court of Appeals, Second Circuit 2002), in Westlaw

riferimento alla lett. c), i casi – seppur in numero minore se raffrontati a quelli dove ciò accade – in cui il *raider* non abbia escluso espressamente di volere acquistare il controllo ovvero esercitare comunque un’influenza sulla gestione sono sovente connotati da una (i) genericità nella relativa formulazione, (ii) oltre che tendenziale incompletezza.

Esemplificando, si pensi – quanto al *sub* (i) – a colui che si sia limitato – nel descrivere le “*strategie che intende adottare e le operazioni per mettere in opera*” i suoi obiettivi – a dichiarare che (a) “potrebbe elaborare piani, fare proposte e/o esercitare i suoi diritti in quanto azionista con riferimento all’attività dell’Emittente, alla sua gestione, alle sue strategie”, ovvero (b) “si riserva di esercitare, come principale azionista, i propri diritti sociali e continuare ad esprimere opinioni sull’andamento” ovvero ancora (c) “non esclude, in base alle condizioni di mercato e ad altre opportunità di investimento, di procedere ad ulteriori acquisti”. Risulterà allora evidente come siffatte comunicazione siano *de facto* prive di contenuto pratico specialmente se comparate con quelle che lo stesso soggetto dovrebbe rendere ai sensi, ad esempio, della *Schedule 13D* federale: potrebbe risultare al più una inutile replica, e forse essere lapalissiano, dire che la strategia che si intende adottare per esercitare un’influenza sulla gestione sia la possibilità di elaborare piani con riferimento alla gestione e alle strategie dell’emittente. A tal riguardo, è d’uopo precisare tuttavia che, se da un lato non è intenzione di chi scrive intendere l’obbligo di *disclosure* delle intenzioni come un obbligo decisionale nei confronti della società bersaglio⁽³⁹⁾ – riconoscendo infatti la possibilità che il processo decisionale interno del *raider* relativo a particolare strategie aziendali possa essere nella sua fase embrionale, e che quindi tale soggetto non abbia ancora, al momento della comunicazione, preso realmente una posizione⁽⁴⁰⁾ –, dall’altro, come confermato in dottrina⁽⁴¹⁾, è altresì inverosimile che un investitore istituzionale, tra cui ad esempio i fondi *hedge* che per definizione operano nel mercato sulla base di approfondite e costose cc.dd. strategie *ex ante*⁽⁴²⁾, acquisti una partecipazione pari o superiore al 10% senza “*avere elaborato minimi obiettivi di investimento*”. In questi termini, quanto meno a livello teorico, si verrebbe a creare un netto contrasto con il ricorso alle pocanzi dette “*formule di stile*”, eppure non deve sorprendere come tra coloro che vi ricorrono – facendo leva sull’eccessiva genericità ampiezza del contenuto concreto della dichiarazione da dover rendere – ci siano proprio questi ultimi.

Venendo così al *sub* (ii), non mancano inoltre casi in cui è lo stesso investitore, nel compilare il modello 120/D, a fornire una propria interpretazione del dato normativo dichiarando *inter alia* di “non voler esercitare un’influenza *dominante*” o *particolare* – benché la disposizione si riferisca più in generale ad “un’influenza sulla gestione” non essendo connaturata, come correttamente evidenziato in dottrina⁽⁴³⁾, “*da alcun requisito di rilevanza*” e pertanto non dovendo essere limitata alle sole forme più marcate di

⁽³⁹⁾ Da intendersi come un dovere di avere una o più strategie e/o operazioni già ben definite e strutturate nel momento (o poco prima) in cui si arriva a detenere una partecipazione pari ad una delle soglie rilevanti qui rilevanti.

⁽⁴⁰⁾ Non avrebbe senso alcuno, nel caso opposto, l’obbligo di aggiornare le proprie intenzioni disposto dallo stesso comma 4-*bis*, penultimo cpv. TUF (sul punto si tornerà più avanti nel corso del paragrafo).

⁽⁴¹⁾ Cfr. SANDRELLI, G. (2018), *Note sulla disciplina “anti-scorrerie”, cit.*, pp. 207 – 208

⁽⁴²⁾ Il punto è trattato ampiamente in EREDE, M. e SANDRELLI, G. (2013), *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in Riv. soc., fasc. 5, pp. 941 ss.

⁽⁴³⁾ In argomento si rimanda a SANDRELLI, G. (2018), *Note sulla disciplina “anti-scorrerie”, cit.*, pp. 203 – 204

shareholder activism –, potendo lasciar tranquillamente intendere di voler comunque esercitare un’influenza sulla gestione, seppur non dominante o rilevante, senza tuttavia dare alcuna indicazioni in merito alle relative *strategie*. Allo stesso modo, ben potrebbe configurarsi il caso in cui nel dichiarare di non essere interessato ad “acquisire il controllo” l’investitore si riferisca al solo controllo di diritto (art. 2359, c. 1, lett. *a*) c.c.) e non a quello di fatto (art. 2359, c. 1, lett. *c*) c.c.), seppur, si ritenga che la norma in esame, nel silenzio del legislatore, debba interpretarsi nel senso di racchiudere entrambe le fattispecie.

In tal modo si è giunti alla conseguenza, grave, di creare una complessiva disomogeneità, e quindi incertezza, nel corpo stesso delle dichiarazioni di intenzione da rendere alla CONSOB e al mercato, in quanto la “precisione” nel fornire informazione e la “lettura ermeneutica” del disposto normativo sono lasciate ampiamente alla discrezione del *raider* e al più all’interpretazione della dottrina, quando invece, in particolare se considerata la delicatezza degli interessi in gioco, dette questioni dovrebbero essere chiarite direttamente dal regolatore mediante l’emanazione di una delibera attuativa, anche, sulla scorta delle esperienze di altri ordinamenti, onde scongiurare, o quanto meno limitare la portata, di qualsivoglia dubbio interpretativo.

In realtà, anche qualora si volesse sostenere, nonostante le problematiche appena riscontrate, che la norma “anti-scorrerie”, così come normata nel TUF, sia sufficientemente “completa” tale da soddisfare l’obiettivo principale per cui è stata introdotta, si ritiene che un’integrazione regolamentare si porrebbe comunque più in linea con la prospettiva di *enforcement*, ombrata inoltre dalla possibile configurabilità del reato di manipolazione del mercato.

Sicché in tale diversa prospettiva, eventuali “chiarimenti” circa il contenuto della “dichiarazione di intenzioni” non sarebbero solo strumentali – come sostenuto dall’AMF – a garantire un’immagine più completa e fedele delle intenzioni del *raider*, bensì anche ad aiutare quest’ultimo a fornire informazioni *precise*, e quindi non *false* o *fuorvianti* ⁽⁴⁴⁾⁽⁴⁵⁾. Circostanza che risulta essere particolarmente rilevante considerando che – come evidenziato dalla più recente dottrina penalista ⁽⁴⁶⁾ – ai sensi dell’art. 185

⁽⁴⁴⁾ Equiparazione suggellata definitivamente dall’art. 5 Direttiva 2014/57/UE (c.d. *Market Abuse Directive*). In argomento, e per la relativa bibliografia, si rimanda a SEMINARA, S. (2019), *Diritto penale commerciale, Vol. III: Il diritto penale del mercato mobiliare*, Giappichelli Editore: Torino, pp. 92 – 93. In realtà, anche prima dell’intervento del legislatore europeo la questione relativa alla definizione di “notizie false” è stata affrontata dalla giurisprudenza di merito che ha evidenziato come “*la diffusione [...] è integrata non solo dall’enunciazione di fatti in assoluto non rispondenti alla realtà, ma anche nella fuorviante rappresentazione della realtà, vuoi perché carente nella descrizione di aspetti significativi, vuoi perché parziale e incompleta*”. Cfr. Tribunale di Milano, sez. I penale, 15.12.2011, in DPC (2011)

⁽⁴⁵⁾ In termini analoghi sulla configurabilità di un abuso di mercato in situazioni di informazione carente si veda SANDRELLI, G. (2018), *Note sulla disciplina “anti-scorrerie”*, cit., pp. 203, 219 – 222. L’autore ha correttamente sostenuto ad esempio come “*potrebbe configurarsi come incompleta e forse fuorviante una dichiarazione con cui l’investitore riveli di voler puntare a una riorganizzazione strategica dell’emittente o a porre in essere certe operazioni societarie straordinarie, senza al contempo render noto che egli ha un orizzonte di investimento piuttosto limitato nel tempo (ad esempio, soli due o tre anni)*”.

Con lo sguardo, ancora una volta, rivolto all’esperienza statunitense si può notare tale raccordo tra la *disclosure* degli assetti proprietari e la disciplina del *market abuse* non sia in realtà cosa nuova. Infatti, la giurisprudenza federale – *SEC v. Drexel Burnham Lambert, Inc.*, 387 F. Supp. 587, 608 (United States District Court, S.D. New York 1993), in Westlaw – ha da tempo affermato come “*an incomplete or inaccurate Schedule 13D or 13G can constitute securities fraud under Exchange Act Rule 10b-5*”.

⁽⁴⁶⁾ Cfr. SEMINARA, S., *op.cit.*, pp. 92 – 93

TUF la “*la falsità consiste in una difformità dal vero, [...] anche derivante dalle modalità della esposizione*”. In altre parole, il dichiarante vedrebbe gravarsi il rischio di configurare una fattispecie penalmente rilevante, senza tuttavia avere conoscenza *ex ante* del contenuto, quantomeno minimo necessario, delle informazioni da dover comunicare ⁽⁴⁷⁾. In tal modo verrebbe concessa ampia discrezionalità sia nella scelta del *quantum* – da parte del *raider* – che nella valutazione circa l’idoneità dello stesso – da parte del giudice –, creando un margine di incertezza difficilmente accettabile.

Quanto appena detto concerne l’ipotesi di “incompletezza” della dichiarazione, tale da poter esser considerata come “fuorviante”, ma il legislatore ha inteso – attraverso un espresso richiamo normativo – ricomprendere anche l’azione di colui che non *aggiorni*, e quindi che *ometta completamente* di comunicare, le (nuove) intenzioni mediante una “nuova dichiarazione motivata” nel novero delle condotte punibili ai sensi dell’art. 185 TUF (*cf.* penultimo cpv. art. 120, c. 4-*bis* TUF) ⁽⁴⁸⁾⁽⁴⁹⁾. La norma sembrerebbe porsi, *prima facie*, in netto contrasto con l’orientamento dominante, accolto anche dalla giurisprudenza, secondo cui la manipolazione del mercato (di tipo informativo) non sanziona condotte “*puramente omissive*” ⁽⁵⁰⁾.

Ebbene, ad un’analisi più attenta si ritiene che tale incompatibilità appaia non sussistere in concreto. Il riferimento alla manipolazione del mercato è, infatti, rivolto al solo caso in cui il *raider* abbia comunicato una *prima dichiarazione* e non l’abbia aggiornata qualora siano intervenuti cambiamenti nelle relative intenzioni. Sicché, in caso di “omissione originaria” ⁽⁵¹⁾ conseguirebbe la *mera* sospensione del voto (*ex art.* 120, c. 5 TUF) e la comminazione delle sanzioni amministrative (*ex art.* 193, c. 2 TUF).

Il *discrimen* tra le due fattispecie sarebbe legato – secondo l’analisi qui proposta – alla circostanza che nella prima il dichiarante, che ha già fatto una comunicazione e cosciente del fatto che quanto precedentemente diffuso non corrisponda più al vero, lasci scientemente tale informazione nella disponibilità del patrimonio conoscitivo dell’investitore, venendosi a configurare pertanto un’azione *de facto* positiva (c.d. reato commissivo mediante omissione). In tal senso, la condotta – così intesa come – commissiva di non aggiornare (*rectius*: correggere) informazioni non veritiere (diffuse in prima istanza) non può essere considerata alla stregua della condotta omissiva di non comunicare per la prima volta le relative intenzioni al mercato. Difatti, si ritiene che sul dichiarante gravi l’obbligo di *garantire* la veridicità dell’informazione da egli

⁽⁴⁷⁾ La stessa dottrina penale richiede infatti che “*l’informazione oggetto di comunicazione doverosa [come nella caso in esame] deve essere [...] completa e chiara, puntuale e tempestiva*”. *Cfr.* MUCCIARELLI, F. (2012), *Art. 185 Manipolazione del mercato*, in *Il Testo Unico della Finanza*, (a cura) di Fratini, M. e Gasparri, G., UTET Giuridica: Torino, p. 2390, nt. 43

⁽⁴⁸⁾ Di conseguenza, tale soggetto vedrebbe gravarsi il rischio di incorrere in una sanzione aggiuntiva, e notevolmente più grave, oltre a quelle tradizionali di carattere civile ed amministrativo previste nel caso di mancata *disclosure* delle partecipazioni rilevanti.

⁽⁴⁹⁾ In argomento si veda anche SANDRELLI, G. (2018), *Note sulla disciplina “anti-scorrerie”*, *cit.*, pp. 219 – 222

⁽⁵⁰⁾ *Ibid.* In senso conforme anche SEMINARA, S., *op.cit.* pp. 93 – 94. In quest’ultima opera l’autore – richiamando per l’appunto la dottrina e la giurisprudenza dominanti – evidenzia come “*esclusivamente all’interno di un fatto commissivo, e in quanto concorra a renderlo artificioso, può assumere rilevanza l’omissione di dichiarazioni prescritte dalla legge o dall’autorità di vigilanza*”.

⁽⁵¹⁾ E cioè qualora non sia stata mai effettuata alcuna comunicazione relativa alle intenzioni.

precedentemente diffusa (*ex art. 42 cpv. c.p.*)⁽⁵²⁾, in modo da impedire l'evento di indurre in errore l'investitore, il cui bagaglio conoscitivo risulta essere viziato proprio da tale informazione, compromettendone la capacità di assumere decisioni consapevoli con conseguente alterazione del “*meccanismo di formazione dei prezzi*”⁽⁵³⁾ (c.d. informazione *price sensitive*).

Conseguenza quest'ultima che non si configurerebbe, al contrario, in caso di inerzia *ab origine* del dichiarante, in quanto il patrimonio conoscitivo dell'investitore non verrebbe arricchito di alcuna informazione, falsa o vera che sia.

Esemplificando, si pensi a Tizio, un potenziale *raider*, che una volta acquistata una partecipazione pari al 10% nell'emittente quotato *Alpha* effettui la dichiarazione *ex art. 120, c. 4-bis TUF*, comunicando, tra l'altro, che ha intenzione di fermare i suoi acquisti e che, pertanto, non intende esercitare un'influenza sulla gestione (lett. *c*). Successivamente a tale dichiarazione (ma prima di sei mesi dalla stessa) Tizio – “*sulla base di circostanze oggettive sopravvenute*” – cambia le proprie intenzioni, decidendo che intende procedere ad un'operazione di *stake-building*, finalizzata al lancio di un'OPA. Diffusa la prima notizia e divenuta ormai falsa, qualora questa non venga corretta con la nuova intenzione si verificherebbe, per gli investitori, lo stesso effetto che segue alla comunicazione di una notizia falsa. In altre parole, questi ultimi determineranno le relative decisioni operative – in merito ai titoli *Alpha* – condizionatamente da quella (ormai) falsa dichiarazione, viziando il corretto gioco di formazione dei prezzi di mercato. Da cui, la possibile configurabilità per Tizio del reato di manipolazione del mercato.

4. Un'ulteriore ratio sottesa all'introduzione dell'art. 120, c. 4-bis TUF?: il legame con il c.d. “golden power” e la funzione “protezionistica” degli interessi privati degli emittenti quotati

Se poco vi è da dire, in aggiunta ai profili critici appena riscontrati, circa lo *scopo* (formale) dell'informazione richiesta dalla norma in esame⁽⁵⁴⁾, il legame *de facto* tra la norma “anti-scorrerie” e la disciplina del *golden power*⁽⁵⁵⁾ – che si intende qui portare

⁽⁵²⁾ In argomento sulle posizioni di garanzia e l'operatività dell'art. 40, cpv. c.p. si rimanda a FIANDACA, G. e MUSCO, E. (2014), *Diritto penale: Parte generale*, Zanichelli Editore: Torino, pp. 640 ss.

⁽⁵³⁾ Come autorevolmente evidenziati è “*indubbio che le forme di aggressione tipizzate nell'art. 185 mirino a tutelare la correttezza di tali meccanismi e non già una (peraltro inattuabile, come si vedrà in seguito) “correttezza” del prezzo*”. E sono proprio “*le decisioni operative degli investitori i comportamenti che contribuiscono alla formazione del prezzo dello strumento finanziario, poiché senza questi interventi [...] la formazione del prezzo avverrebbe al di fuori del fatto distortivo*”. Cfr. MUCCIARELLI, F., *op.cit.*, pp. 2383, 2392 – 2394

⁽⁵⁴⁾ Identificata, come si è detto, nella tutela degli investitori mediante l'implementazione dell'efficienza e della trasparenza del mercato per il controllo societario e del mercato dei capitali.

⁽⁵⁵⁾ Per una compiuta analisi di tale disciplina si rimanda, per tutti, a TRISCORNIA, A. (2019), *Golden power: un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto societario*, in Riv. soc., fasc. 4, pp. 733 ss.; NAPOLITANO, G. (2019), *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in Giorn. dir. amm., fasc. 5, pp. 549 ss.; con particolare riferimento all'ordinamento europeo SCHARCHILLO, G. (2015), *Dalla Golden Share al Golden Power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritti europeo e comparato*, in Contr. impr. eur., fasc. 2, pp. 619 ss.

alla luce – merita sicuramente qualche considerazione, in quanto parrebbe arricchire la prima di un’ulteriore *funzione* svolta nel contesto del mercato per il controllo societario.

Onde sgombrare immediatamente il campo da equivoci di sorta, è necessario precisare sin da subito come, con tale assunzione, non si intende tentare una quanto mai difficile, e forse errata, sovrapposizione tra le discipline prese a confronto volta ad evidenziare una uguaglianza nella *ratio* o nella struttura ⁽⁵⁶⁾, tutt’al più si vuole porre rilievo su taluni punti di convergenza tra le stesse tali da poter tracciare una correlazione (*rectius* omogeneità) tra le strade perseguite dal legislatore mediante le rispettive introduzioni nell’impianto normativo.

Nello specifico, sia nel Decreto Fiscale che nel Decreto Imprese entrambe risultano essere normate da disposizioni consequenziali, suggerendo dunque l’idea di poter rientrare in un unico piano riformatore. Ipotesi questa che sembra trovare conferma anche nel comma 1-*bis* nell’art. 17 Decreto Imprese, in forza del quale sono stati ampliati gli effetti temporali delle disposizioni proprio di quegli articoli (15, 16 e 17) che sono intervenuti sulle discipline qui rilevanti. È suggellata, forse definitivamente, dalla stessa “scheda di lettura” predisposta alla Camera e relativa al D.L. 23/2020, in cui viene riferito che “*le modifiche descritte [sulla norma “anti-scorrerie”] sono inserite nel quadro degli interventi connessi all’esercizio dei poteri speciali del Governo disciplinati dal decreto-legge n. 21 del 2012*” ⁽⁵⁷⁾.

Tali evidenze, che non possono sicuramente essere trascurate, non potendo rappresentare una mera causalità, giustificherebbero pertanto l’esegesi proposta nelle presenti note, secondo cui la *disclosure* richiesta dall’art. 120, c. 4-*bis* TUF sarebbe, in realtà, volta (anche) – andando nella stessa direzione, seppur con le divergenze di cui sotto, dell’esercizio dei *golden powers* ⁽⁵⁸⁾ – a proteggere le nostre imprese da tentativi di scalata, così da garantirne la stabilità nel lungo periodo (c.d. *funzione “protezionistica”*).

In tal senso, la “dichiarazione di intenzione” del potenziale *raider* andrebbe equiparata – seppure con un azzardo – agli obblighi di notifica *ex art.* 1, c. 4 e 5 e art. 2, c. 2, 2-*bis* e 5 D.L. 21/2012, con la differenza tuttavia di non presentarsi come strumentale all’esercizio dei poteri speciali del Governo (tra tutti quello di veto all’adozione di delibere societarie e quello di opposizione all’acquisto di partecipazioni), bensì all’attuazione di tecniche di difesa *preventive* da parte del gruppo di comando della società *target* per ostacolare il tentativo di scalata prima dell’inizio del periodo di offerta

⁽⁵⁶⁾ Difatti come noto, mentre i *golden powers* – che permettono, ad esempio, di opporsi all’acquisto di partecipazioni ovvero ancora di porre il veto sull’adozione di delibere societarie di natura straordinaria in particolari società italiane operanti in settori ritenuti strategici e di interesse nazionale – sono stati attribuiti al Governo mediante un intervento normativo *ad hoc* (il D.L. 21/2012, c.d. Decreto *Golden Power*), il comma 4-*bis* impone un *mero* ulteriore obbligo di *disclosure* per gli investitori e non di certo una facoltà per gli amministratori, che è invece insita nei relativi poteri gestori, di poter “bloccare” tentativi di scalate (soprattutto qualora ostili).

⁽⁵⁷⁾ Documento consultabile online al sito: <https://www.camera.it/leg18/126?tab=6&leg=18&idDocumento=2461&sede=&tipo=>

⁽⁵⁸⁾ Sempre nella citata “scheda di lettura” si legge, infatti, come il legislatore abbia organicamente disciplinato, con il D.L. 21/2012, come successivamente modificato nel tempo, la materia dei poteri speciali esercitabili dal Governo al fine di “*salvaguardare gli assetti proprietari e la gestione delle società operanti in settori reputati strategici e di interesse nazionale*”. In argomento, con particolare riferimento alle novità introdotte dalla legislazione di emergenza, si rimanda a ANNUNZIATA, F. e SIRI, M. (2020), *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali*, in Riv. soc., fasc. 2, pp. 572 ss.

(⁵⁹). In realtà, tale equiparazione sostanziale tra i due obblighi divergerebbe – oltre che, come ovvio, in relazione ai soggetti destinatari dell’informazione, rispettivamente, il *board* della società bersaglio ed il Governo, anche – per quanto concerne gli *interessi* che si intende proteggere mediante le rispettive discipline. Riferendosi, nello specifico, a quelli *pubblici* dello Stato – con riferimento alla disciplina del *golden power* – e a quelli *imprenditoriali* delle società quotate private – in relazione, invece, alla norma “anti-scorrerie”.

A tal riguardo, quindi, la funzione c.d. “*protezionistica*” svolta dal comma 4-*bis* andrebbe letta nel senso di garantire agli amministratori un potenzialmente ampio arco temporale in cui predisporre e delineare misure difensive (⁶⁰)(⁶¹), avendo contezza altresì delle intenzioni del rivale, prima dell’operatività della *passivity rule*, e quindi prima che venga fatta la comunicazione di promuovere l’offerta (*ex art. 102, c. 1 TUF*).

Dall’analisi qui proposta potrebbe sorgere per l’interprete la perplessità circa la compatibilità di tale lettura della *disclosure* delle intenzioni con la *ratio* sottesa all’introduzione di tale regola – da ultimo modificata con il D.Lgs. 146/2009 integrativo e correttivo del D.Lgs. 229/2007, attuativo della Direttiva 2004/25/CE (c.d. *Takeover Directive* o Direttiva OPA) – di rendere meno oneroso e più semplice il conseguimento degli obiettivi dell’offerta, in modo da favorire la dinamicità del mercato per il controllo societario e da salvaguardare la contendibilità degli emittenti quotati (⁶²).

Ebbene, in realtà si ritiene che proprio tale consapevolezza del *raider*, di concedere al *board* della società bersaglio la possibilità di attuare delle tecniche difensive, incentiverebbe lo stesso a velocizzare le operazioni di scalata proponendo quanto prima l’offerta di acquisto. Onde poter giovare della tutela offerta dall’ “attivazione”

(⁵⁹) Come noto l’utilizzo di tali tecniche non è invece consentito, salva diversa disposizione statutaria (clausola *op-out*), per tutta la durata dell’offerta *ex art. 104 TUF* (c.d. *passivity rule*), a meno che non vi sia stata una “*previa autorizzazione assembleare*”.

(⁶⁰) Si badi infatti che mentre la durata e le varie fasi dell’offerta sono ben scadenze dalle relative norme del TUF (artt. 101-*bis* ss.) e del RE (artt. 35 ss.), non vi è nessun limite temporale che lega l’acquisto di una partecipazione pari al 10% alla successiva soglia del 30% (ammesso che questo avvenga). Sicché, tra le due operazioni potrebbe trascorrere (astrattamente) un periodo di tempo pressoché indeterminato.

(⁶¹) In argomento si rimanda *ex multis* a FERRARINI, G. (2000), *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in Riv. soc., fasc. 1, pp. 767 ss.; ENRIQUES, L. (2002), *In tema di difese contro le o.p.a. ostili: verso assetti proprietari più contenibili o più piramidali*, in Giur. Comm., fasc. 1, pp. 108 ss.

(⁶²) In argomento si rimanda per tutti a CAMPOBASSO, G. F. (2015), *Diritto commerciale 2: diritto delle società*, pp. 265 – 266, UTET Giuridica: Torino. Per un inquadramento della norma in relazione ai profili di diritto europeo si veda, invece, DE LUCA, N. (2017), *European company law: text, cases and materials*, pp. 423 – 429, Cambridge University Press: New York

Una lettura di carattere generale sull’attuazione regolamentare – mediante la delibera n. 17731/2011 – del complesso di modifiche apportate dal citato decreto del 2009 è offerta anche dalla CONSOB. Cfr. CONSOB (2011), *Regolamento in materia di offerte pubbliche di acquisto: Relazione illustrativa sull’attività di analisi d’impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione*, documento consultabile online al sito: http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_concluse&hits=189&viewres=1&search=1&firstres=50&resultmethod=consultazioni_concluse&queryid=consultazioni&maxres=1000&stato=chiusa&tipo=esiti

del divieto imposto agli amministratori – in forza dell’art. 104 TUF – di ostacolare il successo dell’iniziativa dell’offerente ⁽⁶³⁾.

In tal modo verrebbero così scoraggiate le strategie di *stake-building* (note anche nella letteratura giuseconomica internazionale come “*building a toehold*” ⁽⁶⁴⁾, corrispondenti alle “scorrerie” intese dal legislatore), consistenti per l’appunto nell’acquisto di massicce partecipazioni azionarie fermandosi, talvolta, poco prima della soglia rilevante ex art. 106 TUF così da esercitare un controllo *de facto* sulla *target* (cc.dd. *creeping acquisitions*) ⁽⁶⁵⁾, ovvero per aspettare il momento più opportuno per procedere al lancio dell’offerta. Da cui seguirebbe quindi l’effetto di rendere in realtà ancora più dinamiche le “battaglie” per il controllo sugli emittenti.

In chiave ermeneutica, si ritiene dunque – conformemente a quanto già riscontrato da autorevole dottrina ⁽⁶⁶⁾ – che l’interpretazione qui proposta della *disclosure* richiesta dall’art. 120, c. 4-*bis* TUF rispecchi più fedelmente la disciplina *de iure condito* vigente. Giustificando *inter alia* anche il motivo che ha spinto il legislatore a intervenire con urgenza proprio sulla norma “anti-scorrerie”. Sicché la recentissima riduzione (temporanea) della soglia minima rilevante (al 5%) – operata come ormai noto dal Decreto Imprese e dalla relativa delibera attuativa n. 21327/2020 – equivarrebbe sostanzialmente ad ampliare quel margine temporale che consente agli amministratori di ostacolare tentativi di scalate ostili, agevolate dal drastico crollo dei prezzi delle azioni causato dalla diffusione della pandemia da COVID-19.

⁽⁶³⁾ A titolo meramente esemplificativo si possono qui ricordare tra le cc.dd. tecniche di difesa *successive*: (i) massicci aumenti di capitale sociale a pagamento o gratuiti, (ii) trasformazione della società, (iii) fusione per incorporazione in altra società amica, (iv) scissione, (v) vendita dei migliori *assets* (c.d. “*crown jewels defense*”), (vi) acquisto di azioni proprie, (vii) acquisto di azioni della *bidder* (c.d. “*pac-man defense*”). In argomento si rimanda *ex multis* a VELLA F. (2002), *Commento sub art. 104*, in *Testo Unico della Finanza*, (diretto da) Campobasso, G. F., UTET Giuridica: Torino pp. 892 ss.; MUCCIARELLI, F. M. (2004), *Le offerte pubbliche d’acquisto e scambio*, Giappichelli Editore: Torino, pp. 101 ss.; DESANA, E. (2003), *Opa e tecniche di difesa*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale n. 250, Giuffrè Editore: Milano, pp. 127 ss.

Sarebbe al contrario consentita – benché la questione sia controversa come evidenziato da autorevole dottrina – la “ricerca di offerte concorrenti”, nota nella letteratura internazionale come “*white night defense*”, in quanto non sarebbe necessaria l’autorizzazione preventiva dell’assemblea per “*le attività [degli amministratori] volte a individuare la fattibilità di una proposta alternativa ritenuta maggiormente favorevole per gli azionisti*” (Cfr. Comunicazione CONSOB n. DAL/99039392 del 18.5.1999). Cfr. DE LUCA, N., *op.cit.*, p. 423; MUCCIARELLI, F. M. (2006), *White knights and black nights – does the search for competitive bids always benefit the shareholders of “target” companies?*, in ECFR, vol. 3, no. 4, pp. 408 – 425

⁽⁶⁴⁾ Il ricorso a tali strategie, nell’ambito nei tentativi di scalata, è stato autorevolmente riconosciuto dalla dottrina statunitense come estremamente profittevole. Cfr. BULOW, J., HUANG, M. e KLEMPERER, P. (1999), *Toeholds and Takeovers*, in *Journal of Political Economy*, a cui si rimanda anche per la corposa bibliografia

⁽⁶⁵⁾ Cfr. ENRIQUES, L. e GATTI, M. (2014), *Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to Be Better Safe than Sorry*, in European Corporate Governance Institute, Working Paper Series in Law, n. 264

⁽⁶⁶⁾ Cfr. SANDRELLI, G. (2018), *Note sulla disciplina “anti-scorrerie”*, *cit.*, pp. 222 – 223, secondo il quale “*la norma pare allora ridursi a ciò che il suo nom de guerre evoca: un impedimento consegnato piuttosto per aumentare i costi dello stake building (le presunte “scorrerie”) e facilitare l’adozione di difese da parte degli amministratori della target, che per soddisfare chiare e reali esigenze informative del mercato*”.