

FATTISPECIE E DISCIPLINA DELLE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO

di Mario STELLA RICHTER *jr*

Articolo 101-*bis* (Definizioni e ambito applicativo)

1. *Ai fini del presente capo si intendono per “società italiane quotate” le società con sede legale nel territorio italiano e con titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di uno Stato comunitario.*

2. *Ai fini del presente capo e dell’articolo 123-bis, per “titoli” si intendono gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell’assemblea ordinaria o straordinaria.*

3. *Gli articoli 102, commi 2 e 5, l’articolo 103, comma 3-bis, ogni altra disposizione del presente decreto che pone a carico dell’offerente o della società emittente specifici obblighi informativi nei confronti dei dipendenti o dei loro rappresentanti, nonché gli articoli 104, 104-bis e 104-ter, non si applicano alle:*

a) *offerte pubbliche di acquisto o di scambio aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli;*

b) *offerte pubbliche di acquisto o scambio che non hanno ad oggetto titoli che attribuiscono il diritto di voto sugli argomenti di cui all’articolo 105, commi 2 e 3;*

c) *offerte pubbliche di acquisto o di scambio promosse da chi detiene individualmente, direttamente o indirettamente, la maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell’assemblea ordinaria della società;*

d) *offerte pubbliche di acquisto aventi ad oggetto azioni proprie.*

3-bis. *Salvo quanto previsto dal comma 3, la Consob può individuare con regolamento le offerte pubbliche di acquisto o di scambio, aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli, alle quali le disposizioni della presente Sezione non si applicano in tutto o in parte, ove ciò non contrasti con le finalità indicate all’articolo 91.*

[...]

Articolo 105 (Disposizioni Generali)

1. [...]

2. *Ai fini della presente sezione, per partecipazione si intende una quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, dei titoli emessi da una società di cui al comma 1 che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza.*

3. *La Consob può con regolamento includere nella partecipazione categorie di titoli che attribuiscono diritti di voto su uno o più argomenti diversi tenuto conto della natura e del tipo di influenza sulla gestione della società che può avere il loro esercizio anche congiunto. La Consob determina, altresì, con regolamento i criteri di calcolo della partecipazione di cui al comma 2 nelle ipotesi in cui i titoli di cui al medesimo comma, risultino privati, per effetto di disposizioni legislative o regolamentari, del diritto di voto.*

3-bis. *La Consob stabilisce con regolamento i casi e le modalità con cui gli strumenti finanziari derivati detenuti sono computati nella partecipazione di cui al comma 2.*

Articolo 112 (Disposizioni di attuazione)

1. *La Consob detta con regolamento disposizioni di attuazione della presente sezione; con provvedimento da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale, essa può, sentita la società di gestione del mercato, elevare per singole società la percentuale prevista dall'articolo 108.*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Vicende della disciplina italiana delle offerte al pubblico. – 3. Le offerte pubbliche di strumenti finanziari nella c.d. mini-riforma delle società. – 4. Le offerte pubbliche di acquisto nella l. n. 149/1992. – 5. Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio nel T.U.F. – 6. La Direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto. – 7. Le disposizioni regolamentari. – 8. Acquisto del controllo e offerte pubbliche di acquisto.

1. Premessa

Il compito di stabilire che cosa sia e a che cosa serva una *offerta pubblica di acquisto* è solo apparentemente facilitato dalla definizione datane dalla legge italiana e, in particolare, dall'art. 1, comma 1, lett. *v*), del T.U.F. A mente di quella disposizione per *offerta pubblica di acquisto o di scambio* deve intendersi «ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 1, lettere *b*) e *c*); non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari» (le disposizioni regolamentari sono contenute nell'art. 34-ter, comma 1, lett. *a*) e *c*), Reg. emittenti e individuano il numero dei destinatari in cento e l'ammontare complessivo dell'offerta in 2.500.000 euro).

La disposizione, infatti, si limita (e d'altronde, trattandosi di una disposizione normativa, non potrebbe a ben vedere fare diversamente) a porre una serie di (primi) presupposti di applicazione della disciplina recata dal testo unico. In altri termini, più che rifarsi alla realtà effettuale (da cui comunque l'interprete non può prescindere), pone alcuni elementi della fattispecie astratta (cfr. anche TUCCI, 2010, 914); dico alcuni perché le altre condizioni di applicazione della disciplina – ma sarebbe, come si dirà, più corretto parlare di discipline al plurale – sono poste da altre disposizioni, e anzitutto dagli artt. 101-*bis* e 105.

2. Vicende della disciplina italiana delle offerte al pubblico

Bisogna allora fare un passo indietro e ricordare come in generale *l'offerta al pubblico* sia una tecnica di mercato; una tecnica di mercato che presuppone (oltre che, ovviamente, un mercato) una economia di massa e un sistema di produzione industriale. Questo spiega la ragione per cui nel mondo antico erano state ignorate «le forme di contrattazione a cui fossero estranei il meccanismo della proposta individualizzata e, soprattutto, l'astratta possibilità di discutere sempre il contenuto dell'accordo» (GIUFFRÈ, 1979, 755). Questo spiega perché sia stato solo con la rivoluzione industriale che si sia sentita l'esigenza di studiare, e non a caso essenzialmente da parte dei commercialisti, la figura dell'offerta al pubblico.

E così, in Italia, se il grande romanista Vittorio Scialoja, ancora in sede di di-

battiti sulla riforma del codice civile, riteneva nella prima parte del XX sec. che si potesse fare benissimo a meno di una norma su promessa al pubblico e offerta al pubblico (che, poi, per lui erano la stessa cosa; lo ricorda lo stesso GIUFFRÈ, 1979, 754 s., e cfr. comunque PANDOLFELLI-SCARPELLO-STELLA RICHTER-DALLARI, 1942, 637 s.), Antonio Scialoja – il commercialista della famiglia – aveva già nel 1902 sentito l'esigenza di dedicare una monografia a *L'offerta a persona indeterminata ed il contratto concluso mediante automatico* (SCIALOJA, 1902)

È dunque sulla spinta delle istanze dei sistemi di produzione industriale, veicolate dalla dottrina commercialistica (che era giunta ad affermare che considerare le offerte al pubblico fatte dai commercianti «come semplici inviti a fare delle proposte, e conseguentemente chi le fa potesse cambiare la sua figura di proponente in quella di accettante per fare una scelta della varie adesioni, ... offenderebbe profondamente il senso giuridico del pubblico, che suole affidarsi e contare sulla forza obbligatoria di quelle offerte, e, per giunta, ... aprirebbe l'adito alla malizia di chi turba il mercato con offerte che non vuole e non può mantenere»; così VIVANTE, 1926, 22 s.), che, con fulgido esempio di commercializzazione del codice civile o perlomeno del suo quarto libro, si giunge all'attuale art. 1336 del codice civile (che pure recepisce l'altra opinione di Vivante e cioè che il contenuto della offerta al pubblico dovesse essere determinato del pari di una proposta per essere vincolante).

Per la dottrina formatasi sul codice di commercio (cfr. in specie VIVANTE, 1926, 22 s.) e poi in quella successiva al codice unitario del diritto privato la generale disciplina della offerta al pubblico doveva trovare applicazione sostanzialmente indistinta a prescindere dall'oggetto e dalla causa del rapporto che l'offerta mirava a costituire, sempreché ovviamente non si trattasse di costituire un vincolo in cui avesse rilievo la persona di una o di ambedue le parti del rapporto. In questo senso eguale era la disciplina della offerta pubblica di acquisto e della offerta pubblica di vendita e l'oggetto della prestazione promessa o ricercata potevano essere servizi o prodotti (sempre che standardizzati) di ogni tipo, compresi quelli finanziari.

3. Le offerte pubbliche di strumenti finanziari nella c.d. mini-riforma delle società

Sicché a lungo mancò in Italia una (anche embrionale) disciplina delle offerte pubbliche di acquisto di azioni (di obbligazioni convertibili o di altri tipi di strumenti finanziari).

Tuttavia, le prime operazioni di questo tipo (la più nota fu l'offerta sulla Ba-

stogi; cfr. FERRI, 1972, 1181; NICCOLINI, 1979, 767 s.; PESCATORE, 1984) posero problemi e reclamarono discipline che non si esaurissero nella dimensione negoziale della operazione, ma che avessero riguardo agli interessi della società, che aveva emesso i titoli oggetto dell'offerta, e del mercato finanziario, più in generale. Per questa ragione, pochi anni più tardi, fu dettata una prima disciplina delle offerte che ci interessano; ciò avvenne in particolare con la così detta mini-riforma delle società. L'art. 1/18 della l. n. 216/1974 prevede che «coloro che intendono procedere all'acquisto o alla vendita mediante offerta al pubblico di azioni o di obbligazioni, anche convertibili, o di qualsiasi altro valore mobiliare italiano o estero, ivi compresi i titoli emessi da fondi di investimento mobiliari ed immobiliari, italiani o esteri, ovvero sollecitare con altri mezzi il pubblico risparmio, devono darne preventiva comunicazione alla Commissione nazionale per le società e la borsa – CONSOB indicando la quantità e le caratteristiche dei valori mobiliari offerti nonché le modalità e i termini previsti per lo svolgimento dell'operazione».

Ogni offerta o sollecitazione doveva essere preceduta dalla pubblicazione di un prospetto informativo. Sulle modalità di pubblicazione dell'offerta e sul contenuto del prospetto alla Consob venivano riconosciuti poteri prescrittivi, essenzialmente volti a garantire la correttezza e la completezza della informazione (la c.d. "trasparenza"), e sanzionatori. La disciplina – che tale fu, benché da più parti se ne lamentò la lacunosità (per tutti NICCOLINI, 1979, 765) fino a fare scrivere che «la disposizione si riferisce all'offerta pubblica di acquisto, ma non ne detta una disciplina» (CASTELLANO, 1975, 5) – era finalizzata a regolare esclusivamente la sollecitazione al pubblico risparmio. Essa, quindi, non distingueva l'offerta di sottoscrizione o vendita dalla offerta di acquisto (o di scambio: ma la posizione dello scambio è come vedremo intermedia); non distingueva, in altre parole, la sollecitazione all'investimento e la sollecitazione al disinvestimento sul mercato finanziario.

4. Le offerte pubbliche di acquisto nella l. n. 149/1992

È solo nel 1992 (e in particolare con la l. n. 149 del 18 febbraio di quell'anno) che in Italia viene introdotta una disciplina specifica per le offerte pubbliche di acquisto. La legge tiene in vita il già ricordato art. 18, il quale, però, è integrato anche per quanto riguarda la disciplina della sollecitazione all'investimento (artt. 1-8). È tuttavia, come si accennava, con riguardo alla sollecitazione al disinvestimento, e cioè le offerte pubbliche di acquisto o di scambio, che la legge pone le più significative novità e si pone come un momento storicamente

assai significativo. In vero, e al di là della sua mediocre fattura tecnica (STELLA RICHTER, 1996, 142 s.), la legge è importante perché, per la prima volta, cerca di mettere a fuoco e di contemperare i vari interessi che nella offerta pubblica di acquisto vengono in rilievo (STELLA RICHTER, 1996, spec. 214 ss.).

Ma procediamo con ordine. Quanto all'ambito di applicazione, e sempre e solo per quel che concerne le offerte pubbliche di acquisto (artt. 9 ss.), la legge del 1992 prende in considerazione le sole offerte aventi a oggetto «valori mobiliari quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto ... che comunque consentono di acquisire diritti di voto» (art. 9, comma 1, l. n. 149/1992). I titoli che dunque rilevano sono solo quotati e con diritto di voto. Sul piano delle nozioni, si distingue con notevole rigore tra offerte di acquisto, di scambio e di acquisto e scambio (art. 9, comma 2, l. n. 149/1992); ciò che cambia è il corrispettivo; in ogni caso esse sono soggette alla disciplina del Capo II della legge. Sul piano della disciplina si pone – anche qui per la prima volta – una distinzione tra offerta “facoltativa” e offerta “obbligatoria”.

5. Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio nel T.U.F.

Si giunge così alla promulgazione del Testo unico della finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), che nettamente distingue tra operazioni di investimento (artt. 1, lett. *t*), e 94 ss.) e operazioni di disinvestimento (artt. 1, lett. *v*), e 102 ss.); anche se ambedue le ipotesi vengono ricomprese nell'appello al pubblico risparmio.

Tale impostazione resta immutata alle pur profonde modificazioni che in questa parte subisce il T.U.F.: all'esito della riforma organica del diritto delle società di capitali (decreti legislativi nn. 6/2003 e 37/2004); per opera della l. n. 62/2005; in occasione del recepimento della Direttiva 2004/25/CE sulle offerte pubbliche di acquisto (d.lgs. n. 229/2007); in virtù della l. n. 2/2009 (di conversione del d.l. n. 185/2008, adottato in occasione della crisi finanziaria ed economica mondiale); infine (per il momento) per opera del d.lgs. n. 146/2009 (recante disposizioni integrative e correttive del d.lgs. n. 229/2007, ed entrato in vigore il 1° luglio 2010).

Nel vigente assetto legislativo in posizione quasi intermedia tra le offerte di acquisto, intese come operazioni di disinvestimento, e offerte di sottoscrizione o vendita, intese come operazioni di investimento, è collocata l'*offerta pubblica di scambio*. Per essa il comma 4-*bis* dell'attuale art. 102, infatti, prevede che, seppur «limitatamente alle offerte pubbliche di scambio che abbiano ad oggetto obbligazioni e altri titoli di debito, l'offerente può richiedere alla Consob che

l'offerta sia soggetta, anche in deroga alle disposizioni del presente capo, alla disciplina delle offerte al pubblico di vendita e di sottoscrizione ... La Consob, entro quindici giorni dalla presentazione della richiesta, accoglie la medesima, ove ciò non contrasti con le finalità indicate nell'articolo 91».

6. La Direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto

Come si è accennato, il sistema delle fonti relativamente alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto (e scambio) risulta profondamente mutato nel 2004, con la promulgazione della Direttiva 2004/25/CE. Essa è adottata dopo una sofferta e lunga gestazione. Già nel 1974, e quindi esattamente trent'anni prima della sua approvazione, Robert Pennington era stato incaricato dalla Commissione di stilare un rapporto sullo stato delle legislazioni nazionali in materia e poi di elaborare un testo di progetto di direttiva. La Direttiva, inoltre, presenta nella sua versione definitiva un contenuto fortemente compromissorio. Tuttavia, essa assume comunque un ruolo centrale nel sistema, perché dal momento della sua adozione il regime delle offerte pubbliche di acquisto diviene una porzione "europeizzata" del diritto nazionale. Ciò significa – è appena il caso di specificarlo – che, per un verso, le regole italiane (e anche quelle non modificate all'esito del recepimento della Direttiva) dovranno comunque, da ora in avanti, essere interpretate alla luce delle prescrizioni del diritto europeo, e, quindi, non potranno che essere prese in considerazione letture conformi allo spirito e alla lettera della Direttiva, e che, per altro verso, non potranno più adottarsi, con successive riforme, soluzioni non in linea con i principi della stessa Direttiva (WEIGMANN, 1996, 493 ss.; LUTTER, 2004, 127 s.; SCHULZE, 2004, 16 ss.; ZULEEG, 2004, 146 ss.).

Ciò premesso, devono aversi presenti i contenuti precettivi della Direttiva e nel passarli in rassegna si potrà porre in luce perché si è da più parti sottolineato il suo carattere compromissorio. La Direttiva impone anzitutto agli Stati membri di prevedere un obbligo, in capo a chi acquisti titoli che attribuiscono diritti di voto in una società quotata in misura tale da esercitare il "controllo" sulla stessa, di promuovere una offerta pubblica sulla totalità di quei titoli a un prezzo "equo". Ma un notevole spazio di discrezionalità è lasciato agli Stati membri nel recepire tale principio. Anzitutto essi saranno liberi di determinare che cosa si intenda per partecipazione di "controllo" al fine di integrare il presupposto dell'obbligo di offerta. Inoltre, gli Stati membri godono di una certa discrezionalità nel definire i criteri per determinare il prezzo "equo" (cioè il prezzo recato dall'offerta obbligatoria), nonché di determinare i casi di deroga dall'obbligo

di offrire quel prezzo e più in generale di fissare i casi di deroga dall'obbligo di offerta. La presenza di questi spazi di discrezionalità è già di per sé sufficiente a rendere le singole legislazioni nazionali assai varie in punto di regime delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie.

In particolare, rilevo che potranno darsi casi – e in effetti si danno, il più evidente dei quali è quello della Gran Bretagna – nei quali la fissazione di una soglia eguale per tutte le società sufficientemente elevata farà sì che buona parte dei trasferimenti del controllo non comporti l'obbligo di offerta totalitaria al prezzo più alto pagato nel periodo rilevante e, quindi, non costituisca un disincentivo (in termini di “costo”) alla promozione di offerte pubbliche. Senza contare poi che anche la fissazione di medesime soglie, ma in presenza di diverse realtà societarie e soprattutto di diversi assetti proprietari, comportano esiti anche profondamente diversi. A tale riguardo è emblematico un confronto tra i sistemi italiano e inglese: l'Italia, virtualmente priva di *public companies*, ha stabilito una regola in tutto e per tutto analoga a quella inglese, nel cui mercato di borsa ci sono invece quasi solo *publicly held corporations*; l'obbligo di offerta pubblica di acquisto scatta con l'acquisto del 30% delle azioni con diritto di voto; ma in Italia l'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria e la *best price rule* si traducono effettivamente in un disincentivo a lanciare una offerta sulle azioni di quasi tutte le società quotate, mentre in Gran Bretagna questo disincentivo non c'è e la regola dell'offerta pubblica obbligatoria totalitaria sembra rispondere alla esigenza di fornire ai soci una condizione di disinvestimento a prezzi convenienti, qualora la loro società si trovi a subire un mutamento del socio di controllo e, al contempo, a *chiudersi in un assetto proprietario assai meno o addirittura non più contendibile*, assetto rappresentato appunto dal superamento della soglia del 30%.

D'altra parte, ancora maggiori spazi di difformità si aprono con riferimento alle regole che dovrebbero disciplinare lo svolgimento delle così dette difese di fronte alla offerta. La Direttiva pone una regola di passività, o meglio una *board passivity rule* o *board neutrality rule*, per le difese successive al promovimento dell'offerta (art. 9) e una regola di neutralizzazione, o *breakthrough rule*, per le difese preventive (art. 11). Ambedue le regole sarebbero – è appena il caso di aggiungerlo – finalizzate a incentivare il lancio di offerte pubbliche sul presupposto che ciò agevoli l'affermazione di un mercato dei controlli societari efficiente, sia a livello nazionale che europeo, e quindi sul presupposto che il ricambio del controllo sia una opportunità per i soci in quanto strumento di contingentamento dei “costi di agenzia”.

In particolare, la *board neutrality rule* è la regola per la quale durante una offerta pubblica di acquisto (e anche qui gli Stati membri godono di una certa libertà nello stabilire che cosa ciò significhi: art. 9, par. 2, comma 2) l'organo di amministrazione (o gli organi di amministrazione, nel caso di adozione del si-

stema dualistico: art. 9, par. 6) della società emittente deve (o devono) ottenere una autorizzazione preventiva della assemblea dei soci «prima di intraprendere qualsiasi atto od operazione che possa contrastare con il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, ad eccezione della ricerca di altre offerte».

La *breakthrough rule*, invece, si scompone nelle seguenti regole: «tutte le restrizioni al trasferimento di titoli previste nello statuto della società emittente non si applicano nei confronti dell'offerente durante il periodo... entro il quale l'offerta deve essere accettata» (art. 11, par. 2, comma 1); (ii) «tutte le restrizioni al trasferimento di titoli previste in accordi» che in Italia dal 1942 si chiamano parasociali «non si applicano nei confronti dell'offerente durante il periodo... entro il quale l'offerta deve essere accettata» (art. 11, par. 2, comma 2); (iii) se a seguito di un'offerta l'offerente detiene almeno il 75% del capitale con diritto di voto della società, «le eventuali restrizioni al trasferimento di titoli e ai diritti di voto... e qualsiasi diritto straordinario... riguardante la nomina o la revoca di membri dell'organo di amministrazione previsto nello statuto della società emittente non vengono applicati...» (art. 11, par. 4), qui si tratta di neutralizzare quelle difese destinate a operare, per così dire, *ex post*, ma in realtà volte a dissuadere dal procedere all'offerta *ex ante*. Inoltre ci sono alcune regole sulla neutralizzazione degli speciali diritti di voto in caso di deliberazione dell'assemblea sulle misure difensive (art. 11, par. 3; regole, che a rigore di logica, attengono più alla disciplina della *passivity rule*). Infine, si prevede che quando si sopprimono diritti sulla base della regola neutralizzazione si deve pagare «un equo indennizzo per qualsiasi perdita subita dai titolari di questi diritti».

Tuttavia, gli Stati membri possono, a norma dell'art. 12, comma 1, «riservarsi il diritto di non esigere che le società... con sede sociale nel loro territorio applichino» la *board passivity rule* (in particolare i commi 2 e 3 dell'art. 9) e la *breakthrough rule* (e cioè l'art. 11). Ma, se si riservano tale diritto, «gli Stati membri devono comunque conferire alle società... la facoltà, che è reversibile, di applicare l'articolo 9, paragrafi 2 e 3, e/o l'articolo 11» (art. 12, comma 2). La regola può essere così sintetizzata: se c'è *opt-out* dello Stato allora ci deve essere l'*opt-in* della singola società. Ne discende che gli Stati membri hanno una serie di opzioni. Volendo un po' schematizzare, le soluzioni-base sembrerebbero essere le seguenti quattro: (i) regola di passività e regola di neutralizzazione; (ii) regola di passività, ma non regola di neutralizzazione; (iii) regola di neutralizzazione, ma non regola di passività; (iv) né regola di passività, né regola di neutralizzazione. Il discorso deve, tuttavia, essere complicato prendendo in considerazione la clausola di reciprocità (art. 12, par. 3). Le quattro possibilità diventano nove: (i) regola di passività e regola di neutralizzazione, ambedue senza principio di reciprocità; (ii) regola di passività e regola di neutralizzazione, ambedue con principio di reciprocità; (iii) regola di passività con principio di reciprocità

e regola di neutralizzazione senza principio di reciprocità; (iv) regola di passività senza principio di reciprocità e regola di neutralizzazione con principio di reciprocità; (v) regola di passività senza principio di reciprocità, ma non regola di neutralizzazione; (vi) regola di passività con principio di reciprocità, ma non regola di neutralizzazione; (vii) regola di neutralizzazione senza principio di reciprocità, ma non regola di passività; (viii) regola di neutralizzazione con principio di reciprocità, ma non regola di passività; (ix) né regola di passività, né regola di neutralizzazione.

Date tutte queste possibilità, si deve poi ancora aggiungere che le società soggette alla legge degli Stati che hanno deciso di ricorrere all'*opt-out* dei principi di cui agli artt. 9 e 11 o a uno dei due (cioè i casi da (v) a (ix)) possono procedere, con acconcia clausola statutaria, all'*opt-in*, con o senza condizione di reciprocità, del principio di passività, di quello di neutralizzazione o di ambedue. Il che aumenta e di molto il numero delle variabili in concreto possibili a livello di singole realtà societaria.

Tuttavia, a ben vedere, tutti questi conteggi non hanno molto senso. Si consideri infatti che, se ogni Stato membro può riservarsi il diritto di non esigere che le società regolate dalla legge di quello Stato applichino i principi di passività e neutralizzazione così come previsti dagli artt. 9 e 11 della Direttiva, allora ogni Stato membro potrà di sicuro anche dare attuazione per così dire parziale (o comunque non coincidente col dettato della Direttiva) delle regole di passività e neutralizzazione. Così, ad esempio, lo Stato A impone alle società quotate soggette alla sua legge che la regola della passività si applichi alle offerte pubbliche in cui il corrispettivo offerto è tutto in danaro e non la impone per le offerte pubbliche in cui il corrispettivo è parte in danaro e parte in natura (offerte pubbliche di acquisto e scambio) o tutto in natura (offerte pubbliche di scambio). La domanda allora è: una tale disciplina è conforme alla Direttiva? E la risposta è: senz'altro sì, alla duplice condizione che lo Stato A dichiari di volersi avvalere delle riserva di *opt-out* prevista dall'art. 12, par. 1, della Direttiva e che comunque consenta alle società l'*opt-in* della regola della passività per le offerte pubbliche di acquisto e scambio e per le offerte pubbliche di scambio.

Di qui la conclusione che non ha senso censire tutte le possibili varianti di disciplina che potrebbero in astratto aversi a seguito del recepimento o non recepimento delle regole di cui agli artt. 9 e 11 della Direttiva, e questo perché le possibili varianti sono quasi infinite.