

l'integrità patrimoniale dei singoli risparmiatori. E, d'altro canto, sarebbe stato estremamente difficile provare il nesso di causalità fra il falso ed il danno. Il che contribuiva a rendere molto improbabile la concreta applicazione della norma.

A questa situazione, di fortissimo depotenziamento della sanzione penale, ha posto almeno in parte rimedio la legge n. 262 del 2005 che ha abrogato l'art. 2623 c.c. e ha introdotto nel TUF un nuovo articolo (173 bis) a norma del quale «chiunque, allo scopo di conseguire per sé o per altri un ingiusto profitto, nei prospetti richiesti per la sollecitazione all'investimento o l'ammissione alla quotazione nei mercati regolamentati, ovvero nei documenti da pubblicare in occasione delle offerte pubbliche di acquisto o di scambio, con l'intenzione di ingannare i destinatari del prospetto, espone false informazioni od occulta dati o notizie in modo idoneo a indurre in errore i suddetti destinatari, è punito con la reclusione da uno a cinque anni».

Il comportamento deceptivo è qualificato come delitto (e non più come contravvenzione) anche quando non abbia cagionato un danno. Non sarà tuttavia facile provare «l'intenzione di ingannare i destinatari del prospetto», il che continuerà a rendere problematica la concreta applicazione della sanzione.

3. Le offerte pubbliche di acquisto o di scambio

Abbiamo già ricordato che per offerta pubblica di acquisto o di scambio si intende «ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale ... finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari».

Nell'ambito di questa più ampia fattispecie è necessario distinguere le offerte pubbliche di acquisto o di scambio volontarie e quelle obbligatorie. Le prime possono avere ad oggetto qualunque tipo di prodotto finanziario, le seconde sono configurabili e previste soltanto con riferimento alle azioni ordinarie di società italiane quotate in mercati regolamentati italiani (art. 105, 1° comma, T.U.). Questa distinzione riguarda essenzialmente la presenza o l'assenza di un obbligo a lanciare l'offerta e non anche le modalità di svolgimento della stessa.

Le «disposizioni generali», dettate dagli artt. 102-104 del T.U., si applicano, dunque, sia alle offerte di acquisto e scambio volontarie sia alle offerte di acquisto obbligatorie.

Le disposizioni generali stabilite dal Testo Unico per lo svolgimento delle offerte sono poche e per di più di principio e demandano alla Consob la concreta attuazione delle stesse: di qui l'importanza del Regolamento (delibera 1° luglio 1998, n. 11971 Regolamento Emittenti) con il quale la Consob ha analiticamente disciplinato le modalità di svolgimento delle offerte di acquisto e di scambio. Talvolta allontanandosi anche dalle scelte del Testo Unico.

3.1. Comunicazione e documento di offerta

«Coloro che effettuano un'offerta pubblica di acquisto o di scambio ne danno preventiva comunicazione alla Consob, allegando un documento, destinato alla pubblicazione, contenente le informazioni necessarie per consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta» (art. 102, 1° comma, T.U.) e la Consob [entro un termine predeterminato], «può indicare agli offerenti informazioni integrative da fornire e specifiche modalità di pubblicazione del documento d'offerta, nonché particolari garanzie da prestare. Decorso tale termine, il documento può essere pubblicato» (art. 102, 2° comma).

a) Come si può notare anche per le offerte di acquisto e scambio la legge prevede due documenti distinti: la «comunicazione», destinata alla Consob, dell'intenzione di lanciare l'offerta, e il «documento d'offerta» (che tiene luogo del prospetto informativo previsto per la sollecitazione all'investimento), destinato alla pubblicazione. E, come abbiamo a suo tempo ricordato, la pubblicazione non abbisogna della preventiva autorizzazione della Consob; questa può solo, entro quindici giorni (che diventano trenta nell'ipotesi in cui l'offerta abbia ad oggetto prodotti non quotati né diffusi tra il pubblico), chiedere di inserire nel documento d'offerta ulteriori informazioni ritenute «necessarie per consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta».

Da un ragionevole coordinamento fra i due atti («comunicazione» e «pubblicazione del documento d'offerta») sembrava possibile trarre la conclusione che la comunicazione era un atto riservato, avente come destinatario la sola Consob e non anche l'emittente ed il mercato, e che tutte le regole di comportamento (compresa la *passivity rule* disciplinata dall'art. 104, 1° comma, T.U.) dei soggetti interessati all'offerta avrebbero dovuto trovare applicazione dalla pubblicazione del documento e non dalla comunicazione alla Consob.

La disciplina regolamentare (art. 37 del Regolamento Emittenti) dettata dalla Consob, era andata, in un primo tempo, di contrario avviso, prevedendo

– che la «comunicazione» [dovesse] essere trasmessa «senza indugio, fuori dell'orario di negoziazione, contestualmente al mercato, all'emittente e alla Consob, e che [dovesse] contenere gli elementi essenziali e le finalità dell'operazione» e, almeno secondo l'interpretazione desumibile dalla prassi Consob, il periodo nel quale si ipotizzava di lanciare l'offerta;

– la comunicazione doveva considerarsi completa e «prendere data», al fine della decorrenza del termine (di quindici giorni o di trenta giorni, per le offerte che avessero ad oggetto o prevedessero come corrispettivo prodotti finanziari non quotati e non diffusi ai sensi dell'art. 116 T.U.) entro il quale la Consob poteva chiedere di inserire nel documento d'offerta ulteriori informazioni, dalla ricezione del documento d'offerta e della scheda di adesione nonché della documentazione concernente la garanzia e l'avvenuto rilascio delle necessarie autorizzazioni;

– il momento dal quale dovevano trovare applicazione le regole di comportamento dei soggetti interessati all'offerta, compresa la *passivity rule* per la società emittente i titoli oggetto del lancio, avrebbe dovuto ravvisarsi non nella pubblicazione del documento d'offerta, e neppure nel momento del deposito in Consob dello stesso, ma dal momento della «prima» comunicazione dell'intenzione dell'offerente di lanciare l'offerta.

Come si può notare la «comunicazione» da atto riservato era divenuta atto pubblico; il lasso di tempo fra la prima comunicazione e il momento in cui la stessa è completa e «prende data», nonché il momento della pubblicazione dell'offerta, anziché essere contenuto nel termine breve (di quindici o di trenta giorni) previsto dalla legge, era rimesso alla discrezionalità della Consob, se non alla volontà dell'offerente e il periodo durante il quale la società *target* restava sottoposta all'«ingessatura» imposta dalla *passivity rule* risultava protratto sicuramente al di là dei limiti temporali considerati ragionevoli dal legislatore, come emerge abbastanza chiaramente non solo dal limitato *spatium deliberandi* concesso alla Consob ma anche dal limite posto alla «durata dell'offerta», ossia del periodo in cui è possibile aderire alla stessa. In particolare, quell'impostazione risultava pregiudizievole per la società *target* perché la comunicazione poteva limitarsi a manifestare l'intenzione di lanciare l'offerta senza fissare il termine entro il quale tale intenzione avrebbe dovuto concretizzarsi.

E, al di là della sua dubbia conformità, secondo anche quanto deciso dal Consiglio di Stato, al dettato legislativo, il Regolamento Consob comportava costi, soprattutto per la società *target*, non giustificati dalla pur apprezzabile *ratio* che ne sorregge le scelte: imporre l'immediata pubblicazione dell'intenzione di offerta per impedire operazioni di *insider trading* e comunque comportamenti scorretti da parte dei «soggetti interessati».

La Consob ha successivamente modificato il proprio regolamento e, pur continuando ad imporre la «pubblicità» della comunicazione, ha stabilito che a quest'ultima deve essere allegata una bozza del documento d'offerta destinato alla pubblicazione nonché la scheda di adesione, redatti secondo gli schemi fissati dalla stessa Consob.

Dall'intervenuta comunicazione l'offerente deve dare senza indugio notizia, mediante un comunicato, al mercato e contestualmente all'emittente e il comunicato deve indicare gli elementi essenziali dell'offerta (ossia i soggetti offerenti, i prodotti finanziari oggetto dell'offerta con la indicazione del quantitativo che si intende acquistare o scambiare, il corrispettivo offerto, le eventuali condizioni apposte all'offerta e il momento in cui l'offerta sarà lanciata), le finalità dell'operazione, le garanzie offerte, le partecipazioni già detenute dall'offerente e da soggetti che agiscono in concerto con lui.

Delicati problemi sono sorti per quanto concerne le modalità da adottare con riferimento alle informazioni da fornire in ordine alle offerte pubbliche aventi ad oggetto partecipazioni qualificate in società bancarie. La norma appena riprodotta impone di portare a conoscenza della Consob, del mercato e all'emittente, la comunicazione senza alcun indugio e, quindi, quest'ultima non potrebbe essere comunicata in precedenza neppure alla Banca d'Italia.

Questa ritiene invece che la relativa intenzione debba essere fatta presente all'autorità di vigilanza bancaria, prima ancora di essere resa pubblica, quale stadio necessario dell'iter autorizzativo previsto dal Testo Unico bancario per l'acquisizione di una partecipazione rilevante in una società bancaria. Il che non pare richiesto dalle norme dell'ordinamento bancario e sembra decisamente in contrasto con il disposto del Regolamento Emittenti: rimane tuttavia il dubbio che quest'ultimo non sia rispettoso della legge, nel momento in cui impone di rendere pubblica la comunicazione d'offerta, ed è certo che, se la comunicazione fosse «riservata», il coordinamento con le norme di vigilanza sarebbe di più facile attuazione.

La comunicazione deve anche attestare che sono state contestualmente presentate alle autorità competenti le richieste di autorizzazione necessarie per l'acquisto delle partecipazioni. Il procedimento d'offerta può dunque prendere avvio anche in assenza delle necessarie autorizzazioni, ma le stesse dovranno comunque intervenire prima che inizi il periodo di adesione da parte degli oblati.

b) Il Testo Unico non stabilisce quale debba essere il contenuto del documento di offerta ma, facendo applicazione del principio, generalmente adottato, di delegificazione delle discipline, prevede che la Consob determini con regolamento «il contenuto del documento da pubblicare nonché le modalità per la pubblicazione del documento» (art. 103, 4° comma, lett. a).

E il Regolamento Consob prevede «schemi» di documenti d'offerta diversi non solo per le offerte pubbliche di acquisto e di scambio e per quelle miste di acquisto e scambio, ma anche specifici contenuti del predetto documento a seconda che oggetto dell'offerta e/o dello scambio siano strumenti finanziari quotati (in quanto tali già noti al mercato) o non quotati e a seconda che l'offerente sia un soggetto che ha già emesso titoli quotati (e come tale già sottoposto a vincoli di trasparenza) o un soggetto che non abbia titoli quotati (e, quindi, bisogno di un'«illuminazione più intensa»).

Non è, evidentemente, possibile descrivere qui in dettaglio i contenuti dei vari schemi (previsti e tipizzati solo con riferimento agli strumenti finanziari, riservandosi la Consob di stabilire il contenuto del documento quando l'offerta abbia per oggetto prodotti finanziari diversi), basti indicarne per sommi capi i punti fondamentali così come elencati dal Regolamento Emittenti. Gli schemi prevedono l'indicazione a) delle «avvertenze» (es.: condizione di efficacia dell'offerta); b) degli elementi essenziali dell'offerta (quantitativo degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, corrispettivo e durata della stessa); c) dei soggetti partecipanti all'operazione (offerente, società emittente, intermediari); d) categorie e quantitativi degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta e modalità di adesione (con la precisazione della frazione del capitale sociale in caso di azioni o dell'ammontare complessivo del prestito obbligazionario in caso di obbligazioni); e) quantitativo minimo degli strumenti finanziari che deve essere portato in offerta affinché quest'ultima diventi irrevocabile; f) quantitativi di strumenti finanziari già posseduti dall'offerente; g) corrispettivo unitario previsto per gli strumenti finanziari e sua giustifi-

cazione (con indicazione dei criteri seguiti per la determinazione); h) date, modalità di pagamento del corrispettivo e garanzie per l'esatto adempimento; i) motivazione dell'offerta e programmi futuri dell'acquirente per la società emittente; l) informazioni sull'operazione poste in essere dagli offerenti sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta negli ultimi due anni; m) eventuali accordi fra offerenti ed azionisti o amministratori della società emittente gli strumenti finanziari (in particolare relativi all'esercizio del diritto di voto o al trasferimento delle azioni); n) i compensi ai quali hanno diritto gli intermediari; o) la precisazione che in allegato viene riprodotto il comunicato della società emittente, o se lo stesso ancora non è disponibile, la precisazione che l'emittente provvederà alla sua pubblicazione; p) la durata dell'offerta; q) le regole da applicare nel caso in cui si renda necessario un riparto fra gli aderenti che abbiano accettato l'offerta per un quantitativo superiore a quello che l'offerente ha dichiarato di voler acquistare.

Sono questi i momenti dell'informazione tipizzata che il documento d'offerta deve contenere; la Consob potrà, tuttavia, imporre di fornire anche le ulteriori informazioni che ritenga necessarie «per consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta». Essa conserva, dunque, una forte discrezionalità tecnica sul punto; discrezionalità ancora più accentuata quando l'offerta abbia ad oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari e per i quali, come abbiamo ricordato, non esiste la autolimitazione costituita dalla previsione di schemi tipici di informazione.

3.2. Contenuto e svolgimento dell'offerta. Le offerte concorrenti

a) Il legislatore detta poche norme in ordine al contenuto dell'offerta, ossia alla proposta contrattuale di acquisto o di scambio rivolta dall'offerente agli oblati.

Stabilisce che «l'offerta è irrevocabile» e che «ogni clausola contraria è nulla»: eventuali dichiarazioni di revoca sono prive di effetto.

L'offerta deve essere «rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto»: il principio di parità di trattamento degli oblati esclude, dunque, la possibilità che vengano stabilite condizioni di offerta diverse ad es.: in relazione all'entità dei quantitativi di prodotti finanziari detenuti dagli oblati.

L'offerta non deve riguardare un quantitativo minimo di prodotti fi-

nanzari, essendo sufficiente che lo stesso sia superiore alla soglia (40.000 euro) considerata indispensabile per rendere applicabile la relativa disciplina; deve, per altro, indicare il quantitativo degli strumenti finanziari che si intendono acquistare e in assenza di precisazioni contrarie il quantitativo indicato deve considerarsi come quantitativo massimo che l'offerente è disposto ad acquistare, rimanendo egli obbligato anche nell'ipotesi in cui le adesioni siano in numero inferiore. Ma, come si è accennato, l'offerente può ben precisare che non rimarrà obbligato all'acquisto se le adesioni non raggiungeranno una predeterminata soglia; soglia che dovrà essere tale da consentire all'offerente la realizzazione dei progetti che lo stesso dichiara di voler attuare con riferimento alla società *target*; l'offerta deve dunque considerarsi scindibile se non è resa inscindibile dall'offerente. L'offerente potrà anche riservarsi la facoltà di accettare quantitativi inferiori alla predetta soglia, purché coerenti con la predetta realizzazione, ed è compito di Consob rilevare tale coerenza e pretendere che l'offerente indichi, comunque, la soglia al di sotto della quale non si avvarrà della predetta facoltà.

E, naturalmente, l'offerente potrà riservarsi la facoltà di accettare anche la totalità degli strumenti offerti, anche oltre il quantitativo massimo per il quale la proposta era stata avanzata.

Le offerte volontarie (a differenza di quelle obbligatorie), possono essere sottoposte a condizioni (ad es.: che la società *target* non adotti misure difensive o che modifichi il proprio tipo sociale, da cooperativa a società per azioni), purché non meramente potestative, risolvendosi le stesse nella revocabilità dell'offerta; l'offerente può rinunciare alla condizione di efficacia originariamente prevista. L'offerente può, invece, modificare l'offerta e in particolare può aumentare il corrispettivo, ma l'aumento non può essere inferiore al due per cento del corrispettivo globale offerto per ciascuna categoria di strumenti finanziari e non può accompagnarsi alla riduzione del quantitativo richiesto (equivalendo la riduzione ad una revoca parziale); inoltre l'offerta in aumento deve intervenire almeno «tre giorni prima della data prevista per la chiusura del periodo di adesione» (art. 43 del Regolamento Emittenti).

b) Lo svolgimento dell'offerta prende avvio dalla diffusione del documento d'offerta. Tale diffusione avviene tramite «pubblicazione integrale su organi di stampa di adeguata diffusione o tramite consegna presso intermediari e contestuale pubblicazione su organi di stampa di adeguata diffusione dell'avviso di avvenuta consegna, ovvero con altri mezzi con-

cordati con la Consob, secondo modalità che in ogni caso assicurino la conoscibilità degli elementi essenziali dell'offerta e del documento da parte di tutti gli interessati. Copia del documento è trasmessa alla Consob su supporto informatico» (art. 38 del Regolamento Emittenti). La durata dell'offerta, ossia il periodo in cui è possibile aderire all'offerta, è concordata con la società di gestione del mercato, se oggetto della stessa sono titoli quotati, o con la Consob, se sono prodotti finanziari non quotati; tale periodo va un minimo di venticinque ad un massimo di quaranta giorni per le offerte previste dagli artt. 106, 4° comma e 107 e dirette, come vedremo, ad evitare l'obbligo di opa totalitaria, mentre va da un minimo di quindici ad un massimo di venticinque giorni per le altre offerte. L'offerente può riservarsi la facoltà di protrarre, naturalmente nel limite di legge, il periodo concordato, ma non può anche riservarsi la facoltà di ridurlo. Il legislatore ha voluto porre un limite temporale alla condizione traumatica nella quale la società emittente i titoli oggetto dell'offerta si trova, soprattutto nelle ipotesi in cui l'offerente tenda ad acquistarne il controllo. Il termine massimo può, tuttavia, essere prorogato fino a cinquantacinque giorni dalla Consob, sentiti l'offerente e la società di gestione del mercato, quando la proroga sia giustificata da «esigenze di corretto svolgimento dell'offerta e di tutela degli investitori». Ma esiste anche un termine a *quo* per la durata: la stessa può iniziare soltanto quando siano trascorsi cinque giorni dalla pubblicazione del documento di offerta, salvo che tale documento contenga già il comunicato dell'emittente.

c) La durata del periodo di offerta viene automaticamente prorogata di dieci giorni se negli ultimi dieci giorni originariamente previsti per l'adesione viene convocata l'assemblea dei soci della società *target* per l'assunzione di misure difensive ai sensi dell'art. 104.

d) Sulla durata dell'offerta può incidere infine il lancio di offerte concorrenti. L'offerta concorrente, ammessa soltanto se il corrispettivo globale per ciascuna categoria di prodotti finanziari è superiore a quello dell'ultima offerta (potendo, per altro, essere inferiore la quantità) o se viene «rinunciata» una condizione di efficacia apposta alla prima offerta, può essere lanciata «fino a cinque giorni prima della data prevista per la chiusura dell'offerta precedente e comunque, in caso di proroga, entro il cinquantesimo giorno dalla pubblicazione della prima offerta». Il lancio di un'offerta concorrente ha come effetto anche quello di rendere revocabile l'adesione dell'oblato ad un'offerta precedente.

Al lancio di un'offerta concorrente può far seguito anche il rilancio dell'offerente originario: nel qual caso sarà possibile revocare l'adesione all'offerta concorrente. E la possibilità di rilancio è oggi consentita anche all'offerta concorrente, mentre tale possibilità, sulla base dell'ordinamento precedente, era stata negata dalla Consob.

I rilanci sono possibili solo se il corrispettivo globale è superiore a quello dell'ultima offerta o dell'ultimo rilancio, non potendo, per altro, subire riduzioni il quantitativo richiesto (come è invece possibile nelle offerte concorrenti).

e) L'adesione all'offerta avviene, presso l'offerente, gli intermediari incaricati e i depositari abilitati alla prestazione di servizi di investimento, tramite sottoscrizione della scheda di adesione, il cui contenuto minimo necessario è determinato dal Regolamento Consob. Resta così confermato che i contratti che vengono stipulati a seguito di un'offerta pubblica sono necessariamente documentati in forma scritta.

Con l'adesione si perfeziona il contratto di compravendita fra l'offerente e il destinatario che ha aderito; contratto la cui efficacia può, tuttavia, essere subordinata a particolari condizioni, poste dall'offerente, come il raggiungimento della soglia minima delle adesioni.

Ipotesi quest'ultima che non contraddice il convincimento che l'offerta si traduca in una pluralità di contratti (con gli oblati) e non in un solo contratto avente come parte la totalità degli aderenti.

Come abbiamo notato, nell'ipotesi di offerte concorrenti o di rilanci, gli oblati che avessero già accettato l'offerta possono revocare la propria adesione per accettare la nuova proposta. La Consob ha altresì stabilito che gli oblati che avessero aderito ad offerte risultate sconfitte possono apportare i loro titoli all'offerta vincente entro cinque giorni dalla pubblicazione dei risultati dell'offerta.

3.3. Il comunicato dell'emittente

Momento importante nello svolgimento dell'offerta è il comunicato dell'emittente. A norma infatti dell'art. 103, 3° comma, T.U. «l'emittente diffonde un comunicato contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e la propria valutazione sull'offerta».

Il comunicato, che per la sua delicatezza deve indicare «l'eventuale adozione a maggioranza, del numero e, se lo richiedono, del nome dei

dissenzienti» e, secondo la Consob, anche degli astenuti, esprime la valutazione del consiglio di amministrazione sull'offerta e si conclude con un giudizio sulla convenienza per gli azionisti della accettazione della stessa, rendendo così quest'ultima «amichevole», nell'ipotesi in cui il consiglio suggerisca agli azionisti di accettarla, od «ostile», nell'ipotesi in cui l'offerta stessa venga considerata non conveniente per gli azionisti medesimi. Il comunicato inoltre a) rende nota l'eventuale decisione di convocare l'assemblea «per l'autorizzazione a compiere atti od operazioni che possono contrastare l'offerta»; b) «aggiorna le informazioni a disposizione del pubblico sul possesso diretto o indiretto di azioni della società da parte dell'emittente o degli amministratori anche in società controllanti o controllate, nonché sui patti parasociali aventi ad oggetto azioni dell'emittente»; e c) «informa sui fatti di rilievo non indicati nell'ultimo bilancio o nell'ultima situazione infrannuale pubblicata».

La società emittente deve trasmettere il comunicato alla Consob almeno due giorni prima della data prevista per la sua diffusione e la Consob può chiedere che vengano fornite informazioni integrative.

Il legislatore, partendo dal presupposto che il consiglio di amministrazione della società *target* abbia una conoscenza privilegiata della medesima, gli addressa il compito di fornire agli azionisti un giudizio sull'offerta; giudizio della cui ragionevolezza gli amministratori risponderanno nei confronti degli azionisti medesimi. Il comunicato dell'emittente se non allegato, come è ben possibile, al documento d'offerta, deve essere pubblicato entro il primo giorno di durata dell'offerta e quest'ultima non può cominciare a decorrere se non cinque giorni dopo la pubblicazione del documento d'offerta, nell'ipotesi in cui il comunicato dell'emittente non sia allegato a tale documento. Il che dimostra, ancora una volta, la rilevanza che il legislatore attribuisce al giudizio dell'emittente.

3.4. Regole di correttezza per i «soggetti interessati»

Al «lancio» di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio l'ordinamento ricollega doveri di trasparenza e correttezza a carico dei «soggetti interessati», intendendosi per tali l'offerente, l'emittente, i soggetti ad essi legati da rapporti di controllo, le società sottoposte a comune controllo o collegate, i loro amministratori, sindaci e direttori generali, i soci dell'offerente o dell'emittente aderenti ad un patto parasociale.

Più esattamente essi «si attengono a principi di correttezza e di parità di trattamento dei destinatari dell'offerta, compiono tempestivamente le attività e gli adempimenti connessi allo svolgimento dell'offerta, non eseguono operazioni sul mercato volte a influenzare le adesioni all'offerta e si astengono da comportamenti e da accordi diretti ad alterare situazioni rilevanti per i presupposti dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria»; «diffondono dichiarazioni riguardanti l'offerta e l'emittente soltanto tramite comunicati al mercato, contestualmente trasmessi alla Consob»; «comunicano entro la giornata alla Consob e al mercato le operazioni di acquisto e vendita di strumenti finanziari oggetto d'offerta o che diano diritto ad acquistarli o venderli da essi compiute anche per interposta persona, indicando i corrispettivi pattuiti»; e, in particolare, l'offerente e gli altri soggetti interessati, che «acquistano gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta ovvero il diritto ad acquistarli anche a data successiva a prezzi superiori a quelli di offerta» (artt. 41 e 42 del Regolamento Consob Emittenti), devono adeguare questi ultimi al prezzo più alto pagato, dando così concreta attuazione al principio di parità di trattamento.

E questi doveri incombono loro per l'intero «periodo d'offerta», ossia per il periodo intercorrente tra la data della comunicazione al mercato e la data prevista per il pagamento del corrispettivo e, quindi, sia prima sia dopo la «durata dell'offerta», che abbiamo visto essere il più limitato periodo nel quale è possibile, per gli oblati, aderire all'offerta. I «soggetti interessati» non incontrano invece limiti alla loro attività nel periodo precedente la comunicazione, così potranno ad es.: essere effettuati acquisti prodromici al lancio dell'offerta.

Inoltre dalla data della comunicazione, e fino ad un anno dalla chiusura dell'offerta, la Consob può richiedere notizie e documenti agli emittenti, agli offerenti, ai loro controllanti, agli incaricati della raccolta delle adesioni, ai loro amministratori, sindaci, revisori e dirigenti; eseguire ispezioni presso gli offerenti, i controllanti, anche congiuntamente, degli offerenti e degli emittenti e i soggetti incaricati della raccolta delle adesioni; essa, inoltre, può sospendere lo svolgimento dell'offerta nell'ipotesi in cui vi sia fondato sospetto che siano state violate le disposizioni di legge e regolamentari che disciplinano le offerte pubbliche e può «dichiararla decaduta» nell'ipotesi in cui tale violazione sia stata accertata (art. 102, 3° comma, T.U. n. 58 del 1998).

Le falsità nel documento d'offerta sono punite a norma dell'art. 2623, già preso in considerazione a proposito della sollecitazione all'investimento.

3.5. La passivity rule

a) Di particolare rilievo nell'ambito dei doveri di comportamento che il legislatore impone in connessione con il lancio di un'offerta pubblica, è quello nel quale si sostanzia la c.d. *passivity rule*, ossia l'insieme delle regole alle quali l'emittente deve attenersi quando le sue azioni siano oggetto di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio.

Nel nostro ordinamento, per altro, queste regole riguardano soltanto l'ipotesi in cui oggetto dell'offerta siano «azioni quotate in un mercato regolamentato italiano o d'altro paese dell'Unione Europea»; se oggetto dell'offerta sono titoli non quotati in tali mercati, la società emittente continuerà ad essere assoggettata alle norme di diritto comune. A norma del 1° comma dell'art. 104 del T.U., «salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane le cui azioni oggetto dell'offerta sono quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. Le assemblee deliberano, in ogni convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano almeno il trenta per cento del capitale. Resta ferma la responsabilità degli amministratori e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti».

Il legislatore non preclude, dunque, alla società target il compimento di «atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta» (manovre difensive), ma pretende che le stesse siano autorizzate dall'assemblea dei soci anche quando rientrerebbero nella competenza del consiglio di amministrazione, essendo, come ovvio, sospettabili, i componenti del consiglio, di un interesse personale e potenzialmente in conflitto con quello dei soci, a contrastare il successo dell'offerta; successo che potrebbe portare, in caso di opa ostile, alla loro sostituzione. Non solo, ma il legislatore richiede che tali manovre siano approvate, indipendentemente dal fatto che rientrino nella competenza istituzionale dell'assemblea straordinaria o debbano essere sottoposte all'assemblea ordinaria in quanto istituzionalmente riconducibili alla competenza del consiglio di amministrazione, con un *quorum* deliberativo calcolato sul capitale (avente diritto di voto) e individuato in almeno il trenta per cento dello stesso in ogni convocazione.

Si è così concesso ai soci il potere di assumere le iniziative che ritengono più opportune per resistere alle scalate ostili, ma si è preteso che tali iniziative fossero assunte con il consenso di una frazione molto rile-

vante del capitale sociale, il che nelle società con azionariato molto diffuso, rende particolarmente difficile l'autorizzazione a manovre che consentano ai soci di difendersi dalle scalate ostili.

La mancanza dell'autorizzazione espone gli amministratori, oltre che alla sanzione pecuniaria prevista dall'art. 192 T.U., anche all'eventuale responsabilità, almeno nei confronti dei creditori sociali e dei singoli soci o terzi danneggiati, ma non dovrebbe comportare né l'inefficacia né la nullità dell'atto non autorizzato. La mancanza di una qualsiasi previsione in tal senso e la difficile conciliabilità della inefficacia o della nullità dell'atto con le esigenze proprie del mercato suggeriscono di limitare al piano obbligatorio e alla sanzione amministrativa la tutela del precetto.

Come si accennava, la necessità che le operazioni che incidono sull'assetto patrimoniale e, più in generale, sulla strategia imprenditoriale della società emittente e che possano rivelarsi oggettivamente difensive nei confronti dello scalatore, debbano essere approvate dall'assemblea dei soci con la maggioranza qualificata sopra ricordata può essere fonte di forti pregiudizi per la società emittente. Di qui la necessità di impedire che il periodo di tale «ingessatura» si prolunga eccessivamente. La Consob ha ritenuto che questo periodo cominci a decorrere dal momento della comunicazione e si prolunga fino alla chiusura della durata dell'offerta, soluzioni che era apparsa eccessivamente penalizzante per la società *target* quando, alla stregua della primitiva versione del Regolamento Emittenti, la comunicazione non era accompagnata dalla bozza del documento d'offerta e che pare meno punitiva oggi, dal momento che la bozza di tale documento deve indicare il momento in cui l'offerta dovrà essere lanciata.

b) La norma solleva alcuni dubbi interpretativi sui quali è opportuno soffermarsi. Anzitutto con riferimento alla individuazione degli «atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta» e come tali da sottoporre all'autorizzazione dell'assemblea dei soci.

La Consob ha avuto modo di precisare che gli atti e le operazioni in questione possono essere ricondotte a tre distinte categorie: una prima categoria ricomprende gli atti che «puntano ad incrementare il costo necessario per raggiungere il quantitativo di adesioni che l'offerente intende» conseguire, come gli aumenti di capitale, la conversione delle azioni prive del diritto di voto in azioni dotate di tale diritto e oggetto dell'offerta; una seconda categoria sarebbe rappresentata dalle operazioni volute «a mutare», anche con effetto differito, le caratteristiche patrimoniali

della società bersaglio, come le cessioni di beni, le operazioni di fusione e scissione; in una terza categoria rientrerebbero i «comportamenti di disturbo», volti a rendere difficile la possibilità che l'offerente raggiunga realmente l'obiettivo perseguito, come la promozione di un'offerta contraria sulle azioni dell'offerente, o l'acquisizione di imprese che rendano il successo dell'offerta incompatibile, ai fini della normativa antitrust, con l'acquisizione cui mira l'offerta o la predisposizione di «paracadute d'oro» per gli attuali amministratori.

In particolare, la Consob ha escluso che rientri nell'ambito delle operazioni che possono contrastare gli obiettivi dell'offerta, la stipulazione di un accordo con altra società che offra agli azionisti della società *target* un'alternativa all'offerta della quale sono destinatari, attraverso il lancio di offerta concorrente o anche attraverso accordi di «combinazione aziendale», come la creazione di una società holding chiamata a lanciare un'offerta di scambio sulle stesse azioni oggetto dell'offerta nonché su quelle della società con la quale è destinata a realizzarsi l'aggregazione aziendale». Il che rimarrebbe vero anche se tale accordo potrebbe dissuadere i destinatari dall'aderire all'offerta dal momento che, di per sé, la stessa non altererebbe la situazione societaria dell'emittente.

Dubbio è poi se l'autorizzazione dell'assemblea sia necessaria anche quando l'operazione sia già stata deliberata in sede assembleare e la sua concreta attuazione sia stata delegata all'organo amministrativo, come ad es. l'aumento di capitale delegato ex art. 2443 al consiglio di amministrazione. In realtà l'autorizzazione pare necessaria anche in questo caso, non essendo sufficienti ad escluderla né il fatto che l'operazione rientri nelle competenze del consiglio, dal momento che la stessa è necessaria anche per atti che istituzionalmente rientrano in tale competenza, né la precedente deliberazione assembleare, per la quale non era richiesta la maggioranza rafforzata prevista dall'art. 104 T.U. È, invece da escludere la necessità dell'autorizzazione assembleare per le operazioni che la società deve compiere in forza di accordi già stipulati con terzi.

Qualche perplessità aveva sollevato la disposizione, sopra ricordata, che tiene «ferma» la «responsabilità» degli amministratori, dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti e non tanto per quanto concerne la responsabilità verso i creditori sociali e i terzi, non potendo la stessa essere eliminata da un'autorizzazione assembleare, quanto per l'eventuale responsabilità verso la società, essendo allora consolidato l'orientamento secondo il quale gli amministratori non sarebbero incorsi in siffatta responsabilità per il compimento di atti autorizzati dall'as-

semblea. Questo orientamento secondo alcuni avrebbe dovuto trovare applicazione anche nel caso in esame, rimanendo anche esclusa la possibilità che, per le società quotate, venga esercitata nei loro confronti l'azione di responsabilità da parte di una minoranza, prevista dall'art. 129 T.U.

La riforma societaria del 2003 offre ora un argomento importante per ritenere che la norma dell'art. 104 T.U. non escluda neppure la responsabilità degli amministratori verso la società, dal momento che afferma la responsabilità degli amministratori anche per gli atti autorizzati dall'assemblea (art. 2364, n. 5). E nei loro confronti potrà, dunque, essere esercitata anche l'azione di responsabilità posta dall'art. 129 T.U.

c) L'assemblea chiamata ad autorizzare la misura difensiva non solo è sottoposta a disciplina speciale per quanto concerne i quorum deliberativi, ma vede modificate anche le regole di convocazione. Più esattamente il T.U. (art. 104, 2° comma) prevedeva che «i termini e le modalità di convocazione delle assemblee da tenersi in pendenza dell'offerta sono disciplinati, anche in deroga alle vigenti disposizioni di legge, con regolamento emanato dal Ministro di Grazia e Giustizia, sentita la Consob» e l'art. 2 del regolamento ministeriale 5 novembre 1998, n. 437 ha stabilito che «le assemblee da tenersi in pendenza di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, a norma dell'art. 104 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, sono convocate mediante avviso, contenente le indicazioni prescritte dall'art. 2366, 1° comma, c.c., pubblicato su un quotidiano a diffusione nazionale e trasmesso a due agenzie di stampa almeno quindici giorni prima di quello fissato per l'adunanza».

La norma trova la propria giustificazione nella necessità di adottare per la convocazione strumenti più rapidi di quelli di diritto comune, abbreviando anche i termini della stessa e tutto ciò in relazione alla celerità che caratterizza lo svolgimento di un'offerta pubblica. Queste esigenze dovrebbero far ritenere che la disciplina speciale in questione trovi applicazioni non solo per le assemblee della società *target*, chiamate ad autorizzare misura difensiva, ma anche per le assemblee dell'offerente (o del concorrente) che possono presentare le stesse esigenze.

Anche se la collocazione della norma, nell'ambito dello stesso articolo che disciplina le manovre difensive, potrebbe far propendere per la tesi che preferisce limitarne l'applicazione all'assemblea della società emittente chiamata a deliberare su tali manovre.

d) Il D.Lgs. 6 febbraio 2004, n. 37 ha stabilito (art. 104, comma 1 *bis*, del TUF) che «le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea possono emettere azioni con diritto di voto subordinato all'effettuazione di un'offerta solo se, per il verificarsi della condizione sia necessaria un'autorizzazione assembleare ai sensi del comma precedente», ossia secondo le norme che disciplinano l'adozione di misure difensive. La norma pretende, in altri termini, d'incidere sull'autonomia statutaria ma, in realtà, si tratta di un effetto ottico conseguente ad un cattivo dettato letterario. La norma, infatti, tende semplicemente a stabilire che, per poter esercitare i diritti di voto relativi alle azioni in questione, è necessario che intervenga una deliberazione assembleare, assunta con le maggioranze previste dall'art. 104 T.U., che autorizzi l'esercizio dei medesimi diritti. In altri termini lo statuto potrà limitarsi a prevedere azioni cui viene attribuito il diritto di voto per la sola ipotesi in cui la società sia oggetto di un'offerta pubblica di acquisto; il concreto esercizio di tali diritti può avvenire soltanto nel rispetto delle regole proprie della *passivity rule*.

4. Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie

Il legislatore prevede ipotesi di offerte pubbliche obbligatorie soltanto con riferimento «alle società italiane con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati italiani» e, quindi, il relativo obbligo non sussiste né per le società italiane quotate soltanto in un mercato regolamentato non italiano né per le società straniere, anche se quotate in un mercato regolamentato italiano. E da quest'ultima constatazione si può trarre argomento per dubitare che le norme sull'offerta pubblica obbligatoria siano norme che disciplinano esclusivamente il mercato (piuttosto che la struttura societaria), dal momento che le norme di mercato dovrebbero applicarsi indipendentemente dalla «cittadinanza» dell'operatore.

L'obbligo concerne esclusivamente le «partecipazioni» che superino determinate soglie. Importante ovviamente, in questo ambito, la definizione di partecipazione. Tale nozione faceva riferimento alle azioni ordinarie (e noi utilizzeremo ancora anche questa nozione nel prosieguo), ma la definizione è stata rimodellata dal recente D.Lgs. n. 37 del 2004 per adattarla al nuovo diritto societario e, in particolare, per tener conto della possibilità che le società abbiano adottato un modello dualistico

per la propria gestione (nell'ambito del quale gli amministratori sono nominati dal consiglio di sorveglianza) e del fatto che l'autonomia statutaria può modellare il diritto di voto in modo da attribuire a certi soggetti rilevanti poteri anche nell'ipotesi in cui non concorrano alla nomina degli amministratori.

Così l'art. 105, modificato, stabilisce che ai fini delle norme sulle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie «per partecipazione si intende una quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, del capitale rappresentato da azioni che attribuiscono diritto di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca o responsabilità degli amministratori o del consiglio di sorveglianza». Stabilisce altresì che la Consob può con regolamento includere nel capitale rilevante categorie di azioni 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.

Non rientrano, dunque, fra le azioni il cui acquisto può determinare l'obbligo di opa né le azioni di risparmio né quelle privilegiate prive del diritto di voto sulle materie sopra ricordate né le obbligazioni convertibili, sia pure in azioni di quel tipo, né le obbligazioni *cum warrant*, mentre vi rientrano le azioni che, pur godendo di un privilegio patrimoniale, attribuiscono il diritto di voto nelle predette materie.

Nel computo della partecipazione si tien conto anche delle azioni detenute per il tramite di fiduciari e per interposta persona, ma non anche di quelle detenute da società controllate (ma v. art. 109).

Il Testo Unico prevede due fattispecie di offerte pubbliche di acquisto obbligatorie: a) l'offerta pubblica di acquisto totalitaria (art. 106) e b) l'offerta pubblica di acquisto residuale (art. 108), non potendosi considerare tali né l'offerta pubblica di acquisto preventiva (art. 107), che configura un'ipotesi di offerta pubblica volontaria capace di esonerare dall'offerta totalitaria, né, tanto meno, il diritto di acquisto disciplinato dall'art. 111 T.U. che prevede, anzi, un diritto del soggetto ad acquistare le azioni e non un obbligo a farlo.

4.1. L'offerta pubblica di acquisto totalitaria

a) A norma dell'art. 106, 1° comma, T.U. «chiunque, a seguito di acquisti a titolo oneroso, venga a detenere una partecipazione» (come sopra

definita) «superiore alla soglia del trenta per cento» (del capitale sociale rappresentato da azioni dotate dei diritti sopra ricordati, incluse le azioni proprie), «promuove un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni quotate in mercati regolamentati italiani con diritto di voto sugli argomenti» sopra menzionati. L'offerta deve essere promossa, attraverso l'invio della comunicazione di cui all'art. 102, 1° comma, per ciascuna delle categorie di azioni che attribuiscono i predetti diritti, entro trenta giorni dal superamento della soglia, ossia dall'ultimo acquisto che ha determinato tale superamento.

Il prezzo offerto non può «essere inferiore alla media aritmetica fra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall'offerente per acquisti di azioni della medesima categoria» e «qualora non siano stati effettuati acquisti, l'offerta è promossa al prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile». Il legislatore ha così imposto l'obbligo di offerta non a chi acquisisce il controllo della società, ma a chi supera una predeterminata soglia, nel probabile convincimento che la soglia prevista sia anche quella che coincide con la partecipazione di controllo (tant'è che il superamento della soglia non comporta l'obbligo di offerta totalitaria se esista un altro soggetto che detiene il controllo: art. 106, 5° comma) e, quanto meno, per rendere certo il limite il cui superamento impone il predetto obbligo, accettando per altro il rischio che le partecipazioni di controllo si collochino al di sotto di quella soglia e che il controllo, pertanto, cambi senza alcun obbligo d'offerta pubblica.

Non facile è l'individuazione delle ragioni che hanno spinto il legislatore italiano, come la massima parte dei legislatori dei paesi ad economia di mercato, ad introdurre l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica al raggiungimento di una certa soglia o, comunque, della partecipazione di controllo. Si può pensare che tale obbligo dovrebbe consentire ai soci che non gradiscono il cambio del controllo di vendere le proprie azioni (ma nel nostro ordinamento questo diritto di uscita non viene riconosciuto quando il controllo sia conseguibile con una partecipazione inferiore al trenta per cento); si può aggiungere che l'esistenza dell'obbligo di offerta rappresenta un incentivo all'investimento sui mercati regolamentati, dal momento che tale obbligo consente alla massa degli azionisti di vendere, e normalmente a prezzi più alti di quelli praticati nel mercato, i propri titoli. Non si può invece dire che l'obbligo di offerta faciliti il ricambio del controllo, dal momento che la presenza di quell'obbligo rende più onerosa la scalata della società, soprattutto quando l'of-

ferta obbligatoria debba avere per oggetto la totalità delle azioni (opa totalitaria) come prevede il Testo Unico.

Quest'ultimo, infatti, non limita l'obbligo dell'offerta ad una parte delle azioni (ad es.: una frazione coincidente con quella acquistata dal precedente titolare della partecipazione), ma lo estende alla totalità delle stesse. E l'opa totalitaria, se impedisce che nei portafogli degli oblati rimangano frazioni del capitale non significative (come accadrebbe nell'ipotesi di obbligo di offerta successiva parziale) e, sotto questo profilo, rappresenta una tutela più forte per gli azionisti che vogliono «uscire» dalla società e non gradiscano il nuovo «padrone», comporta, per altro un onere così forte per lo scalatore da rendere meno probabile la scalata e, quindi, può assicurare ai gruppi di comando quella stabilità che si traduce in un evidente pericolo di pregiudizio per le minoranze.

Per rendere meno gravoso l'onere della scalata il Testo Unico ha previsto, come vedremo, un'ipotesi di opa preventiva che presenti particolari caratteristiche, ma anche con riferimento all'offerta totalitaria obbligatoria ha stabilito che il prezzo d'offerta non debba essere quello corrisposto per superare la soglia del trenta per cento ma un prezzo medio, che tenga conto anche della quotazione degli ultimi dodici mesi, calcolati, almeno secondo il pensiero della Consob, a ritroso dalla «prima comunicazione» della intenzione di lanciare l'offerta totalitaria. Scelta che trova la propria giustificazione, da un lato, nella consapevolezza che il prezzo pagato per il raggiungimento della soglia è normalmente più alto di quello medio precedente e, dall'altro, nella opportunità di non consentire al socio «uscente» di profittare degli aumenti di prezzo determinati dagli acquisti effettuati dal nuovo «padrone» che egli non gradisce.

Abbiamo fin qui discusso, del resto sulla scia della lettera della norma, di offerta pubblica di acquisto obbligatoria, nell'ovvio presupposto che non sia consentito assolvere l'obbligo di offerta promettendo, come corrispettivo, strumenti finanziari (OPS) anziché danaro. Il Testo Unico ha in realtà consentito tale possibilità rimettendone la concreta disciplina alla Consob e questa ha stabilito (art. 47 del Regolamento Emittenti) che nelle offerte pubbliche totalitarie previste dall'art. 106, 1° comma «il corrispettivo può essere costituito da strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato in un paese dell'Unione Europea, se le operazioni compiute nei dodici mesi precedenti il superamento della soglia hanno avuto come corrispettivo, nella stessa proporzione, i medesimi strumenti finanziari. Gli strumenti finanziari sono sempre valutati ad un prezzo non superiore al prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi

dodici mesi», mentre in quelle previste dall'art. 106, 4° comma, e che esonerano dall'offerta pubblica obbligatoria successiva, il «corrispettivo può essere costituito da strumenti finanziari se quotati in mercati regolamentati dell'Unione Europea», senza il vincolo che ne consente l'utilizzazione come corrispettivo nell'ipotesi di offerta totalitaria obbligatoria.

Rinviamo per il momento l'esame di quest'ultima ipotesi e soffermandoci l'attenzione sulla prima è possibile rilevare, da un lato, che il legislatore, nel momento in cui consente che il corrispettivo sia rappresentato da strumenti finanziari, conserva a colui che è obbligato al lancio di un'offerta totalitaria maggiore libertà di manovra, ma pone due limiti a tale libertà: il corrispettivo deve essere caratterizzato da un consistente grado di liquidabilità (titoli quotati) e deve essere assicurata parità di trattamento fra coloro che hanno «venduto» le proprie azioni fuori di un'offerta e che hanno consentito all'acquirente di superare la soglia del trenta per cento e gli azionisti destinatari dell'offerta pubblica successiva.

Naturalmente l'offerente può sempre offrire strumenti finanziari anche diversi da quelli appena ricordati quando lascia agli oblati la possibilità di scegliere fra l'acquisto di questi ultimi o il pagamento in danaro.

b) Il superamento della soglia deve avvenire per effetto di «acquisti a titolo oneroso»: non rilevano, quindi, gli acquisti a titolo gratuito. Incertezze potevano sorgere sulla rilevanza dall'«acquisizione» di azioni a titolo di pegno o di usufrutto; soprattutto nell'ambito di un ordinamento, come quello originariamente accolto dal Testo Unico, che non faceva riferimento esplicito alle azioni con diritto di voto ma alle azioni ordinarie. La recente modificazione della norma e l'esplicita rilevanza attribuita al diritto di voto, coerentemente con l'esenzione dall'obbligo di offerta per le azioni prive di tale diritto, impongono di ritenere che, al fine di stabilire se la soglia sia stata superata, sia decisiva proprio la titolarità del diritto di voto e, quindi, che si dovrà tener conto della nuda proprietà o del diritto reale limitato a seconda della attribuzione del diritto di voto. Non sembra invece che allo stesso fine possa considerarsi rilevante il diritto ad acquistare (*call*) le azioni, essendo invece decisivo l'effettivo esercizio di tale diritto; soltanto l'effettivo esercizio integra, infatti, l'acquisto oneroso che il legislatore richiede come presupposto dell'obbligo di lanciare l'offerta pubblica.

Non comporta invece l'obbligo di opa il mero apporto ad un sindacato di voto o di blocco di azioni già detenute, anche quando il loro ammontare superi la soglia del trenta per cento del capitale con diritto di

voto, non sussistendo in tal caso alcun acquisto di azioni (come invece sussiste nell'ipotesi di acquisto di concerto *v. infra*, 4.1.1).

4.1.1. *L'acquisto indiretto*

L'obbligo di lanciare l'offerta pubblica sorge non solo nell'ipotesi in cui la soglia sia superata attraverso l'acquisizione diretta della partecipazione, per tale intendendosi ai sensi dell'art. 105, 2° comma, T.U. anziché quella detenuta «per il tramite di fiduciari o per interposta persona», ma anche quando il superamento avvenga attraverso «l'acquisizione indiretta», ossia «mediante l'acquisto di partecipazioni in società in cui il patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altra società con azioni quotate», secondo il dettato dell'art. 106, 3° comma, lett. a), la cui concreta determinazione è stata rimessa dallo stesso legislatore al Regolamento Consob.

E quest'ultima (art. 45, 1° comma del Regolamento Emittenti) ha anzitutto stabilito che «l'acquisto, anche di concerto, di una partecipazione che consente di detenere più del trenta per cento delle azioni con diritto di voto di una società quotata o il controllo di una società non quotata determina l'obbligo dell'offerta quando l'acquirente venga così a detenere, indirettamente o per effetto della somma di partecipazioni dirette o indirette più del trenta per cento delle azioni con diritto di voto di una società quotata»: precisando che a) si è in presenza di una partecipazione indiretta nella società quotata partecipata «quando il patrimonio della società di cui si detengono le azioni è costituito in prevalenza da partecipazioni in società quotate o in società che detengono in misura prevalente partecipazioni in società quotate» e che b) tale prevalenza sussiste quando ricorra almeno una delle seguenti condizioni: 1) il valore contabile delle partecipazioni rappresenta più di un terzo dell'attivo patrimoniale ed è superiore ad ogni altra immobilizzazione iscritta nel bilancio della società partecipante; 2) il valore attribuito alle partecipazioni rappresenta più di un terzo del predetto attivo e costituisce la componente principale del prezzo di acquisto delle azioni della società partecipante.

Nell'ipotesi, dunque, in cui un soggetto acquisisca il controllo di una società non quotata il cui patrimonio sia in prevalenza costituito dalla partecipazione in una società quotata, si dovrà ritenere che lo stesso ha acquisito in tale società quotata una «partecipazione indiretta» che con-

corre con quelle acquisite direttamente, per interposta persona o tramite fiduciari, a determinare la partecipazione complessivamente detenuta nella società quotata e a far sorgere l'obbligo di offerta pubblica quando la stessa superi il trenta per cento delle azioni con diritto di voto nelle deliberazioni della medesima società quotata aventi per oggetto la nomina, la revoca e la responsabilità degli amministratori.

L'obbligo di lanciare l'offerta pubblica a seguito di acquisto indiretto sussiste anche quando tale acquisizione indiretta avvenga tramite una società quotata. Più esattamente, se un soggetto acquista una partecipazione superiore al trenta per cento di una società quotata e il patrimonio di quest'ultima sia «prevalentemente» investito in una altra società quotata, l'obbligo di opa non concerne soltanto la prima società ma anche quest'ultima se con l'acquisizione di quella partecipazione indiretta l'acquirente ha superato una partecipazione superiore al trenta per cento del capitale «ordinario». In questo caso, dunque, l'obbligo di offerta concerne entrambe le società (opa a cascata).

Ma può anche verificarsi l'ipotesi in cui l'acquisto concerna una partecipazione superiore al trenta per cento in una società quotata che ha il proprio patrimonio investito in altre società quotate, ma nessuna delle relative partecipazioni superi il limite del terzo dell'attivo patrimoniale della prima: pertanto non si potrebbe dire che tale patrimonio sia investito prevalentemente in una società quotata. Per tale ipotesi il Regolamento della Consob stabilisce che l'obbligo di offerta «riguarda le azioni delle sole società il cui valore rappresenta almeno il trenta per cento del totale di dette partecipazioni», purché ovviamente nelle medesime e per effetto di questo acquisto indiretto, la holding quotata detenga una partecipazione superiore al trenta per cento del capitale sociale «ordinario».

4.1.2. *L'acquisto di concerto*

L'obbligo di lanciare l'offerta incombe ovviamente su colui che, «a seguito di acquisti a titolo oneroso» abbia superato la soglia legislativamente prevista; ma può ben succedere che vi sia una pluralità di soggetti che operano «di concerto», sicché nessuno di essi appare aver formalmente superato la soglia predetta. Il legislatore (art. 109, T.U. n. 58 del 1998) prende in considerazione questa ipotesi, stabilendo una presunzione assoluta di concerto e impone un obbligo solidale di offerta quantodell'insieme, ed anche «a seguito di acquisti a titolo oneroso effettuati

anche da uno solo di essi», superino la predetta soglia: a) gli aderenti ad un patto parasociale, ancorché nullo ad es. perché non reso pubblico in conformità con quanto previsto dall'art. 122 T.U.; b) un soggetto e le società da esso controllate; c) le società sottoposte a comune controllo; d) una società e i suoi amministratori e direttori generali.

Difficile sarà provare la presenza di un concerto quando lo stesso assuma forme particolarmente sofisticate ed informali.

Qui basti solo aggiungere qualche riflessione sull'ipotesi di concerto fra aderenti ad un patto parasociale. Si è ritenuto che gli acquisti effettuati da uno degli aderenti senza il consenso degli altri non concorrono a determinare il superamento della soglia complessivamente imputata al sindacato di voto; la tesi sembra ragionevole anche se apre la porta a facili elusioni. Non sembra invece che le azioni così acquistate debbano essere apportate al sindacato per poter rilevare ai predetti fini, dal momento che il legislatore sembra dar rilievo al rapporto fra i soggetti, indipendentemente dalla validità del patto che li lega e dalla entità della partecipazione. Si è anche ritenuto che non rilevano, al fine di stabilire l'eventuale obbligo di offerta, né i trasferimenti intervenuti fra gli aderenti al patto né l'eventuale sostituzione di un soggetto ad un altro nell'ambito del sindacato; nel primo caso, come nel secondo, non muterebbe l'ammontare complessivo delle partecipazioni «detenute» dal sindacato. Questa soggettivazione del patto parasociale, capace di nascondere e rendere irrilevanti i trasferimenti azionari fra soggetti vincolati da un accordo, anche nullo, lascia alquanto perplessi. Si tratta di trasferimenti e di acquisti che possono modificare radicalmente l'assetto di potere e possono portare nuovi soggetti a detenere complessivamente partecipazioni superiori alla soglia che rende obbligatoria l'adozione di misure a tutela delle minoranze e ciò indipendentemente dall'ipotesi in cui per effetto di quei trasferimenti un solo soggetto finisca per acquisire una partecipazione solitaria superiore alla soglia, nel qual caso sullo stesso come l'obbligo di offerta totalitaria.

Così, ad esempio non si può esonerare dall'obbligo di offerta il trasferimento integrale della partecipazione complessivamente detenuta dagli aderenti a nuovi soci, succeduti ai precedenti, non potendosi escludere la presenza di un acquisto di concerto per il solo fatto che il numero delle azioni sindacate non viene modificato. In altri termini, la presenza di un sindacato non può diventare il mezzo attraverso il quale eludere la norma sul concerto. E in questa prospettiva almeno su un punto il legislatore ha cercato di contrastare possibili manovre elusive: quando ha

stabilito che l'obbligo di offerta sussiste «anche quando gli acquisti siano stati effettuati nei dodici mesi precedenti la stipulazione del patto ovvero contestualmente alla stessa».

4.2. L'acquisto incrementale

Abbiamo fino ad ora constatato che l'obbligo di offerta pubblica totalitaria sorge nell'ipotesi di superamento della soglia del trenta per cento delle azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie aventi per oggetto la nomina, la revoca e la responsabilità degli amministratori. In realtà tale obbligo può sorgere anche a carico di colui che già detenga una partecipazione superiore al trenta per cento ma non disponga «della maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria» ed effettui acquisti che incrementano la sua partecipazione. Il Regolamento Consob (all'art. 46), dando attuazione al relativo precepto del Testo Unico (cfr. art. 106, 3° comma, lett. b), stabilisce infatti che il predetto obbligo «consegue all'acquisizione di più del tre per cento del capitale rappresentato da azioni ordinarie per acquisti a titolo oneroso effettuati nei dodici mesi, ovvero per sottoscrizioni o conversioni nell'esercizio di diritti negoziati nel medesimo periodo». Il legislatore impone, pertanto, l'obbligo di offerta solo nell'ipotesi in cui gli incrementi della partecipazione siano concentrati in un periodo di tempo piuttosto limitato e si tratta di un obbligo che incombe su coloro che già detengono la partecipazione superiore al trenta per cento per effetto di acquisizioni che a loro volta non comportano l'obbligo di offerta totalitaria.

Tale obbligo non sussiste, invece, per gli acquisti che incrementino una partecipazione che già attribuisca la maggioranza assoluta dei diritti di voto sulle materie più volte ricordate.

4.3. Le esenzioni dall'obbligo di offerta totalitaria

Il legislatore prevede una serie di ipotesi nelle quali all'acquisto a titolo oneroso di una «partecipazione superiore al trenta per cento del capitale rappresentato da azioni che attribuiscono i diritti di voto» sulle materie ricordate non consegue l'obbligo di offerta pubblica.

a) Questo obbligo non sussiste se la partecipazione è stata acquistata «a seguito di un'offerta pubblica di acquisto (volontaria) diretta a con-

seguire la totalità» di tali azioni; offerta che può assumere anche il contenuto dell'offerta pubblica di scambio purché gli strumenti finanziari offerti siano «quotati in mercati regolamentati dell'Unione Europea» (art. 47, 2° comma, Regolamento Emittenti). In tal caso, infatti, è stata già offerta a tutti i soci la possibilità di «uscire» dalla società aderendo all'offerta preventiva e, quindi, non si giustifica la necessità di offrire loro una seconda possibilità di farlo. Il legislatore richiede, tuttavia, per l'ipotesi di offerta di scambio, che i titoli offerti siano quotati in un mercato regolamentato europeo, individuando in tale quotazione i necessari elementi di certezza del valore e di liquidabilità dell'investimento che fanno dei titoli un «surrogato» accettabile del danaro.

b) Ancora quell'obbligo non sussiste se la partecipazione superiore alla soglia è stata acquisita attraverso un'offerta pubblica di acquisto o di scambio (che può prevedere come corrispettivi anche strumenti finanziari non quotati) preventiva non totalitaria, purché tale offerta preventiva parziale presenti alcune caratteristiche che consentano di considerarla estesa ad un numero sufficientemente alto di azioni e sia accettata dalla maggioranza degli azionisti, che ritengono, pertanto, conveniente conservare una parte delle loro azioni nella società anche dopo il cambiamento del controllo o comunque dopo l'ingresso dell'offerente. Si tratta, dunque, di un'offerta preventiva parziale volontaria che può mitigare l'onere, per lo «scalatore», rappresentato dall'obbligo di offerta pubblica successiva totalitaria.

Più esattamente, l'obbligo dell'offerta totalitaria successiva a carico di chi acquista una partecipazione superiore al trenta per cento non sussiste se tale acquisto è avvenuto a seguito di un'offerta pubblica (di acquisto e/o di scambio) avente ad oggetto almeno il sessanta per cento delle azioni «ordinarie» purché concorrano congiuntamente le seguenti condizioni:

1. l'offerente e i soggetti a esso legati da uno dei rapporti che fanno presumere il concerto non abbiano acquisito partecipazioni in misura superiore all'uno per cento, anche mediante contratti a termine con scadenza successiva, nei dodici mesi precedenti la comunicazione alla Consob dell'offerta o durante l'offerta;
2. l'efficacia dell'offerta sia stata condizionata all'approvazione di tanti soci che possiedano la maggioranza delle azioni ordinarie, escluse dal computo le partecipazioni detenute dall'offerente, dal socio di maggioranza, anche relativa, se la sua partecipazione sia superiore al dieci per cento, e dai soggetti a essi legati da uno dei rapporti di concerto;

3. la Consob abbia accordato l'esenzione previa verifica dell'esistenza delle predette condizioni; verifica nell'effettuare la quale la Consob non gode di alcun potere discrezionale.

La prima di queste condizioni tende ad evitare che il «gradimento» verso il nuovo socio venga inquinato dallo stesso offerente attraverso l'acquisizione di partecipazioni che potrebbero facilitare il consenso della maggioranza «delle azioni»; costituisce dunque una condizione strumentale al corretto realizzarsi della seconda che, nel momento in cui pretende il consenso all'offerta preventiva parziale da parte della maggioranza delle azioni ordinarie, esclude dall'insieme dei soci sul quale calcolare la maggioranza, i soggetti che potrebbero avere un interesse in conflitto con quello della generalità dei soci e in particolare con l'interesse dei soci che, per l'esonero dell'offerente dall'obbligo di offerta successiva totalitaria, si troverebbero nei portafogli una parte delle azioni della società *target* anche dopo l'ingresso dello scalatore: di qui l'esclusione dal diritto di concorrere all'approvazione sia dell'offerente sia del socio di maggioranza quando la sua partecipazione sia particolarmente consistente (superiore al dieci per cento delle azioni ordinarie) e lo stesso possa quindi aver raggiunto accordi con il primo tali da favorire un proprio interesse (in uno con quello dell'offerente) in conflitto con quello della generalità.

L'approvazione ha natura di *risposta-referendum* e, quindi, non si tratta in alcuna deliberazione assembleare; coinvolge sia coloro che non aderiscono all'offerta, ma che potrebbero concorrere ad approvarla, sia coloro che aderiscono all'offerta e che possono anche non approvarla, facendo, per altro, l'adesione all'offerta presumere *iuris tantum* anche l'approvazione; è irrevocabile, ma può essere data anche per più offerte concorrenti.

L'esistenza di queste condizioni non è necessaria nell'ipotesi in cui la partecipazione superiore al trenta per cento sia stata acquistata a seguito di un'offerta totalitaria di acquisto o di scambio, purché i titoli previsti come corrispettivo siano quotati in un mercato regolamentato europeo, mentre le stesse debbono ricorrere, per consentire l'esonero dall'obbligo di offerta di acquisto totalitaria se il corrispettivo è rappresentato in tutto o in parte da titoli non quotati in uno di tali mercati.

L'offerente può, tuttavia, perdere l'esonero dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto successiva sulla totalità delle azioni se, dopo aver lanciato un'offerta preventiva parziale nel rispetto delle condizioni sopra indicate e aver così acquisito una partecipazione superiore al trenta per cento delle azioni ordinarie della società quotata, lo stesso offerente o uno dei soggetti che si presumono a lui legati da un rapporto di concerto abbiano

effettuato, entro dodici mesi dalla chiusura dell'opa preventiva, «acquisti di partecipazioni in misura superiore all'uno per cento del capitale ordinario», oppure, nello stesso arco di tempo, «la società emittente abbia deliberato operazioni di fusione o scissione» (art. 107, 3° comma, T.U.).

La prima norma tende ad evitare che l'offerente cerchi di aggirare la regola generale che impone l'obbligo di offerta totalitaria successiva spezzando il proprio acquisto e artificiosamente limitando la quantità di titoli richiesti con l'offerta preventiva, violando così il principio di parità di trattamento al quale deve attenersi e favorendo i portatori dei pacchetti azionari successivamente acquisiti: pertanto, la decadenza dall'esonerazione non può verificarsi quando gli acquisti non siano volontari ma conseguenze di comportamenti altrui (come nell'ipotesi di acquisto di azioni dei soci che recedono) e non comportino alcuna lesione del predetto principio di parità di trattamento: come nell'ipotesi di conversione di obbligazioni in possesso dell'offerente.

Anche la seconda norma tende a proteggere le minoranze della società *target*: vuole impedire che attraverso l'offerta pubblica preventiva parziale l'offerente acquisti nella società *target* il potere di imporre alla stessa operazioni di finanza straordinaria che potrebbero danneggiare i soci che hanno consegnato una parte delle azioni e che non avrebbero approvato l'offerta se ne fossero stati al corrente.

c) La Consob, esercitando il potere regolamentare alla stessa attribuita dall'art. 106, 5° comma, T.U., ha stabilito (art. 49 Regolamento Emissioni) poi l'esenzione dall'obbligo di offerta successiva totalitaria per chi acquisisca una partecipazione superiore al trenta per cento se:

a) un altro socio, o altri soci congiuntamente, dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria; dovendo, per altro, l'acquirente attestare alla Consob che egli non ha stipulato alcun accordo con il socio di controllo;

b) l'acquisizione è compiuta tramite sottoscrizione di un aumento di capitale (ma non anche tramite acquisto delle relative azioni), attuato in esecuzione di un piano di ristrutturazione del debito di una società quotata in crisi, comunicato alla Consob e al mercato; l'acquirente deve inoltre comunicare alla Consob e al mercato, trimestralmente, la concreta attuazione di tale piano;

c) la partecipazione è acquisita a seguito di trasferimento fra società in cui lo stesso o gli stessi soggetti dispongono, anche congiuntamente e indirettamente tramite società controllata ai sensi dell'art. 2359, 1° com-

ma, n. 1, c.c., della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria o è acquisita a seguito di trasferimento tra una società e tali soggetti, dal momento che le operazioni intragruppo fra soggetti legati da un rapporto di controllo, per di più di diritto, non alterano la condizione dei soci di minoranza;

d) il superamento della soglia è determinato dall'esercizio di diritti di opzione, di sottoscrizione o di conversione, purché gli stessi non siano stati acquistati ma derivino dallo status al socio;

e) la soglia del trenta per cento è superata per non più del tre per cento e l'acquirente si impegna a cedere le azioni in eccedenza entro dodici mesi e a non esercitare i relativi diritti di voto; nell'ipotesi in cui non proceda alla vendita l'acquirente è tenuto a lanciare l'offerta totalitaria al prezzo più alto risultante dall'applicazione dell'art. 106, 2° comma, T.U. ai dodici mesi precedenti e successivi all'acquisto;

f) l'acquisizione è conseguenza di un'operazione di fusione o scissione, salvo che, per effetto di tali operazioni, si configuri un acquisto superiore al trenta per cento del capitale ordinario, senza che sussistano esigenze di razionalizzazione o sinergie industriali.

L'esonerazione in caso di fusione o scissione trova la propria giustificazione nel fatto che, in quanto tali, le predette operazioni non sollevano problemi di tutela delle minoranze, essendo queste ultime protette dalla congruità del rapporto di cambio. La Consob ipotizza, per altro, che la fusione o la scissione avvengano non per realizzare i loro scopi tipici di «razionalizzazione» industriale, ma vengano poste in essere allo scopo di aggirare le norme sulle offerte pubbliche obbligatorie. La stessa si riserva, pertanto, il singolare potere di verificare se l'acquisizione di una partecipazione superiore al trenta per cento realizzata per effetto di una fusione non sia «conseguente ad esigenze di razionalizzazione o di sinergie industriali» e non consentirà l'esonerazione nell'ipotesi in cui ritenga che tali esigenze non sussistano.

4.4. L'offerta pubblica di acquisto residuale

L'offerta pubblica di acquisto «residuale» è l'altra ipotesi di offerta pubblica obbligatoria.

A norma dell'art. 108, T.U. n. 58 del 1998 «chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento delle azioni ordinarie promuove un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni con diritto di voto al prezzo fissato dalla Consob, se non ripristina entro cen-

toventi giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni».

E il recente D.Lgs. n. 37 del 2004 ha aggiunto; «l'obbligo sussiste anche per chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento in una categoria delle azioni previste dall'articolo 105 [ossia che attribuiscono il diritto di voto per la nomina, la revoca e la responsabilità degli amministratori o dei componenti il consiglio di sorveglianza o i diritti «equivalenti»] quotate in mercati regolamentati italiani. In tal caso l'offerta è rivolta solo ai possessori di azioni della medesima categoria».

Il legislatore impone così, a colui che detiene, indipendentemente dal titolo dell'acquisto, una percentuale delle azioni quotate tale da pregiudicare le liquidabilità delle azioni e, nello stesso tempo, la significatività delle quotazioni di mercato, l'obbligo di offrire a coloro che continuano a detenere una partecipazione la possibilità di liberarsi dei loro titoli ormai senza mercato; e, nell'individuare i soggetti tenuti a lanciare l'offerta residuale, troveranno applicazione le norme sugli acquisti effettuati di concerto da una pluralità di soci (art. 109). Naturalmente questo obbligo non sussiste se la soglia del novanta per cento è superata a seguito di un'offerta pubblica totalitaria, dal momento che in tal caso la possibilità di vendere le azioni era già stata offerta a tutti gli azionisti; pur dovendo l'offerente, nel documento informativo, precisare se procederà a ripristinare il flottante nel caso in cui le adesioni superino il novanta per cento delle azioni ordinarie. Inoltre la società di gestione del mercato può proporre alla Consob l'adozione di una soglia superiore al novanta per cento per singole società, tenuto conto della necessità di assicurare un regolare andamento delle negoziazioni.

Il prezzo è rimesso alla determinazione della Consob e non all'offerente, ma questa nel determinarlo dovrà tener conto 1) del corrispettivo di un'eventuale offerta pubblica precedente; 2) del prezzo medio ponderato di mercato dell'ultimo semestre; 3) del patrimonio netto rettificato a valore corrente dell'emittente; 4) dell'andamento e delle prospettive reddituali di quest'ultimo (cfr. art. 50 del Regolamento Emittenti).

4.5. Il diritto di acquisto

Il Testo Unico ha introdotto anche un obbligo di vendere per coloro che si trovino a detenere una partecipazione «infima» in una società quotata, offrendo così, a chi detiene la quasi totalità del capitale, la pos-

sibilità di «ritirare» le azioni dalla negoziazione, cessando di sopportare i costi connessi con la quotazione. La norma tende ad evitare che vengano conservate partecipazioni al solo scopo di promuovere azioni di disturbo non giustificate da ragioni connesse alla correttezza della gestione e, quindi, in conflitto con l'interesse della società e, ancor prima, che continuino ad essere quotate società le cui azioni sono oggetto di negoziazioni anomale e come tali pregiudizievoli del corretto funzionamento del mercato stesso. Tale possibilità è, tuttavia, circondata da particolari cautele relative ai presupposti in presenza dei quali l'obbligo di vendere sorge e al corrispettivo dovuto all'azionista «espulso» dalla società.

Più esattamente, ha diritto di acquistare le azioni residue chi «a seguito di un'offerta pubblica avente a oggetto la totalità delle azioni con diritto di voto, venga a detenere più del novantotto per cento di tali azioni», purché abbia dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto, rendendo così consapevoli tutti gli azionisti del rischio di «esproprio» al quale sono esposti.

L'offerta totalitaria può essere sia volontaria sia obbligatoria e può avere ad oggetto, come il relativo diritto di acquisto, sia le azioni ordinarie sia le azioni privilegiate con diritto di voto nell'assemblea ordinaria.

L'esercizio del diritto di acquisto deve avvenire entro quattro mesi dalla chiusura dell'offerta e il prezzo di acquisto «è fissato da un esperto nominato dal Presidente del Tribunale del luogo ove ha sede la società tenuto conto anche del prezzo dell'offerta e del prezzo di mercato dell'ultimo semestre» (art. 111, T.U. n. 58 del 1998). «Il trasferimento delle azioni ha efficacia», chiarisce l'art. 111, 3° comma, T.U., «dal momento della comunicazione dell'avvenuto deposito del prezzo di acquisto presso una banca alla società emittente, che provvede alle conseguenti annotazioni sul libro soci». L'efficacia della compravendita è, dunque, sostanzialmente condizionata al deposito del prezzo, pur perfezionandosi nel momento, che potrà essere anche quello del deposito del prezzo, ma che potrebbe essere anche anteriore, in cui si esercita il diritto di acquisto, preannunciato nel documento d'offerta.

4.6. Le sanzioni per la violazione dell'obbligo di offerta pubblica

La violazione dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica, sia essa quella totalitaria successiva sia quella residuale, comporta l'applicazione di sanzioni civili, amministrative e penali.

a) A norma infatti dell'art. 110, T.U. n. 58 del 1998 in caso di violazione di tale obbligo «il diritto di voto inerente all'intera partecipazione detenuta non può essere esercitato». La sospensione del diritto di voto non colpisce dunque la sola partecipazione eccedente la soglia alla quale si ricollega l'obbligo di offerta (quella eccedente il trenta per cento per l'obbligo di offerta totalitaria e quella eccedente il novanta per cento per l'offerta residuale), ma l'intera partecipazione detenuta dall'inadempiente, indipendentemente dal titolo sulla base del quale tale partecipazione o parte della stessa è stata acquisita.

Non solo, ma, nell'ipotesi in cui il diritto di voto venga esercitato e lo stesso si riveli marginale, anche la relativa deliberazione potrà essere impugnata secondo le regole previste per le deliberazioni annullabili, riconoscendosi, per altro, la legittimazione ad esercitare la relativa azione anche alla Consob, che potrà farlo entro sei mesi dalla data della deliberazione o dalla sua iscrizione nel registro delle imprese, per le deliberazioni soggette a tale iscrizione.

b) Ma la sospensione del diritto di voto non è l'unica «sanzione civile» prevista. Il Testo Unico ha stabilito che le «azioni eccedenti le percentuali indicate negli artt. 106 e 108 devono essere alienate entro dodici mesi» e, quindi, l'obbligo di alienazione concerne la partecipazione eccedente il trenta per cento delle azioni ordinarie o le azioni eccedenti l'incremento della predetta partecipazione eccedente il limite del tre per cento annuo per la violazione dell'obbligo di offerta totalitaria o le azioni eccedenti il limite del novanta per cento in caso di violazione delle norme sull'offerta pubblica residuale.

c) Il mancato adempimento dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto attribuisce altresì ai soggetti che avrebbero potuto aderire all'offerta, il diritto al risarcimento dei danni che dal mancato lancio gli stessi hanno subito; danni che dovranno individuarsi nella differenza positiva fra il prezzo al quale l'offerta avrebbe dovuto essere lanciata e la quotazione del momento in cui si è verificato l'illecito (ossia il 31° giorno successivo al momento in cui l'obbligo di offerta era sorto). Gli stessi non potranno invece imporre al mancato offerente l'acquisto coattivo delle loro azioni, ai sensi dell'art. 2932 c.c.

d) La violazione dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto comporta altresì l'applicazione di sanzioni amministrative (art. 192, 1° comma, T.U. n. 58 del 1998) e la mancata alienazione entro 12 mesi

compporta anche l'applicazione di una sanzione penale (art. 173, T.U. n. 58 del 1998).

4.7. La direttiva comunitaria sull'OPA

La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto aventi per oggetto le azioni delle società quotate sui mercati regolamentati costituisce un momento di grande rilievo per l'ordinamento del mercato mobiliare e per il mercato del controllo proprietario delle imprese.

In proposito, gli ordinamenti dei paesi dell'Unione Europea sono oggi profondamente differenziati: alcuni ordinamenti non prevedono un obbligo di offerta pubblica, quelli che lo prevedono stabiliscono in termini diversi i presupposti di tale obbligo, l'ampiezza dello stesso, i criteri per la determinazione del prezzo, la competenza per l'adozione di misure difensive. Ed è abbastanza evidente che una tale diversità incide negativamente sulla creazione di un mercato finanziario unico nell'ambito dell'Unione; creazione che costituisce per converso uno degli obiettivi fondamentali che l'Europa della moneta unica dichiara di voler raggiungere; d'altro canto, è abbastanza scontato immaginare che i vari stati membri assumano sul punto atteggiamenti capaci di proteggere le proprie società dalla conquista di società di altri paesi.

Ed è proprio stata questa contrapposizione fra gli interessi ritenuti «nazionali» che ha reso, da un lato, estremamente protratto e accidentato il percorso verso una direttiva di armonizzazione dei vari ordinamenti e, soprattutto, che alla fine ha portato all'emanazione di una direttiva che ha previsto un'armonizzazione minima e che consente agli ordinamenti nazionali l'adozione di discipline capaci di porre forti ostacoli alle offerte lanciate da società di altri paesi.

La direttiva n. 2004/25 è stata adottata il 21 aprile 2004 e avrebbe dovuto essere recepita dagli stati membri entro il 30 maggio 2006. Queste le sue linee essenziali.

a) Chi acquista il controllo («secondo il diritto nazionale della società emittente») di una società con azioni, con diritto di voto, quotata su un mercato regolamentato, è obbligato a lanciare un'offerta pubblica di acquisto indirizzata a tutti gli azionisti di tale società e per la totalità delle azioni dagli stessi possedute.

b) Il prezzo al quale l'offerente si obbliga ad acquistare le azioni deve essere «equo», considerandosi tale «il prezzo massimo pagato per gli stessi titoli dall'offerente o da persone che agiscono di concerto con lui, in un

periodo di non meno di sei e non più di dodici mesi antecedenti l'offerta».

c) Il corrispettivo può anche essere rappresentato da titoli, ma nell'ipotesi in cui questi non siano quotati su un mercato regolamentato, è necessario prevedere un'alternativa in contanti.

d) Quanto meno dal momento in cui l'offerta viene comunicata all'emittente, l'organo di amministrazione «è tenuto ad ottenere l'autorizzazione preventiva dell'assemblea generale degli azionisti a tal fine prima di intraprendere qualsiasi atto od operazione che possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerente, ad eccezione della ricerca di altre offerte» (misura difensiva).

e) Durante il periodo entro il quale l'offerta può essere accettata, non trovano applicazione le norme statutarie contenute nei patti parasociali che limitano la circolazione delle azioni. Le limitazioni al diritto di voto non valgono per l'assemblea che decide sulle misure difensive e neppure nell'assemblea successiva alla chiusura dell'offerta se l'offerente ha acquisito la proprietà di almeno il 75% del capitale della società emittente.

Bastano questi pochi cenni per rilevare che la direttiva sarebbe in grado di ridurre grandemente, se non di eliminare, le segmentazioni del mercato finanziario oggi determinate dalla diversità che caratterizzano le offerte pubbliche. Ma il fatto è che la stessa direttiva (art. 12) ha consentito di rendere in qualche misura facoltativa l'applicazione delle regole armonizzate. Così si consente agli stati membri: a) di non esigere, dalle società con sede sociale nel loro territorio, che le misure difensive siano preventivamente autorizzate dall'assemblea dei soci, permettendo che le stesse possano essere autonomamente intraprese dagli amministratori; b) di prevedere, con riferimento alla stessa società, che le norme di armonizzazione in materia di circolazione delle azioni e di diritto di voto vengano disapplicate.

Ancora, si prevede (art. 12, 3° comma) che una società alla quale si applicano le regole armonizzate ed è oggetto di un'offerta pubblica da parte di una società che tali regole non applica, possa essere autorizzata dall'ordinamento nazionale a disapplicare le regole armonizzate (principio di reciprocità).

Il recepimento della direttiva porrà problemi molto delicati anche per il nostro legislatore: oggi il nostro ordinamento delle offerte pubbliche è particolarmente aperto: sarà necessario stabilire se in una prospettiva comunitaria debba rimanere inalterato o debba invece, almeno in parte, modificarsi per fronteggiare scelte particolarmente chiuse da parte di altri paesi membri.

5. La responsabilità da prospetto

Dati e notizie falsi, incompleti e comunque fuorvianti contenuti nel prospetto informativo o nel documento d'offerta possono indurre il risparmiatore ad effettuare scelte di investimento o di disinvestimento che poi si rivelano dannose. È necessario, dunque, accertare se e a quale titolo rispondano nei confronti del risparmiatore danneggiato dalla decettività del prospetto i soggetti coinvolti nella sollecitazione, ossia emittente, proponente e intermediari collocatori. Sulla natura di tale responsabilità la dottrina si è profondamente divisa: secondo alcuni dovrebbe considerarsi contrattuale, secondo altri aquiliana e nell'opinione di altri ancora dovrebbe definirsi precontrattuale, rimanendo per altro incerto, sul piano della teoria generale, se la responsabilità precontrattuale debba ricondursi nell'ambito della responsabilità contrattuale o di quella extracontrattuale. Naturalmente su queste classificazioni, non sempre così gravi di conseguenze pratiche come a prima vista potrebbe sembrare, incidono le scelte dogmatiche in tema di teoria generale della responsabilità. È innegabile, tuttavia, che la tesi della responsabilità precontrattuale, nella sua opzione contrattualistica, sia più coerente delle altre con la funzione tipica del prospetto: questo tende a sostituirsi agli strumenti codicistici che tutelano il risparmiatore nel processo di formazione della sua volontà contrattuale. La stessa sembra poi trovare conforto nella norma, là dove si afferma che «il prospetto deve contenere le informazioni necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio» sull'emittente e sui titoli oggetto della sollecitazione (art. 94, 1° comma) e, con riferimento al documento d'offerta, si precisa che lo stesso deve fornire «le informazioni necessarie per consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta» (art. 102, 1° comma).

È ovvio che i destinatari di questo precetto sono, anzitutto, coloro che, sottoscrivendo il prospetto, assumono la paternità dei dati e delle notizie nello stesso contenute.

Sembra, dunque, naturale concludere che i sottoscrittori del prospetto assumono nei confronti dei risparmiatori l'obbligo di fornire i dati e le notizie necessari per una esatta e completa informazione sull'operazione. Il che, da un lato, sembra contrastare con la tesi secondo la quale la responsabilità da prospetto sarebbe riconducibile al generico precetto del *neminem laedere* dell'art. 2043 c.c. e, dall'altro, impone di affrontare i problemi posti dall'azione risarcitoria secondo i principi della responsabilità (pre)contrattuale.