

ALESSANDRO TRISCORNIA

Il contenuto del documento d'offerta come “momento” di integrazione della disciplina regolamentare sull'OPA

SOMMARIO: 1. Le “radici” della disciplina OPA. — 2. Un punto fermo nell'evoluzione della disciplina italiana. — 3. Il rilievo del modello di autorità di controllo nella definizione delle regole. — 4. Un breve cenno sui poteri e compiti della Consob in materia d'OPA. — 5. L'approvazione del documento d'offerta e l'integrazione della disciplina OPA. — 6. Un primo esempio di funzione integrativa: le clausole di *material adverse change* nel contesto delle offerte pubbliche di acquisto volontarie. — 7. Un secondo esempio di funzione integrativa: le regole del riparto nelle offerte di acquisto parziali. — 8. L'integrazione ha spazio anche nell'OPA obbligatoria. — 9. L'approvazione del documento di offerta e la “cristallizzazione” delle prassi di mercato in materia d'OPA. — 10. Una breve nota conclusiva.

1. L'offerta pubblica di acquisto è, innanzi tutto, una tecnica negoziale di mercato per acquistare, ad un prezzo predeterminato, strumenti finanziari diffusi presso il pubblico indistinto. Non a caso i primi interventi organici in materia d'OPA si devono agli ordinamenti anglo-sassoni, da sempre tipicamente ispirati a logiche di sviluppo ed efficienza dei mercati finanziari. Già nel 1968, gli Stati Uniti, anche in conseguenza di ricorrenti abusi riscontrati nel contesto di *cash tender offer*, disciplinarono compiutamente, con il *Williams Act* ⁽¹⁾, lo svolgimento delle offerte su strumenti finanziari, imponendo, per un verso, precisi obblighi di *disclosure* a carico delle società coinvolte ed introducendo, per altro verso, regole cogenti sul funzionamento delle offerte. E sempre nel 1968 venne creato in Inghilterra il *Takeover Panel*, organismo tutt'oggi vigente (anche se in un diverso quadro

⁽¹⁾ Per un approfondimento sul *Williams Act* e sulla sua evoluzione nel tempo, vedi A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della Società: le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano 2007, 25 ss.; per una ricostruzione storica delle offerte pubbliche, cfr. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in Trattato delle società per azioni diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 10^{**}, Torino, 1993, 323 ss.

legale a seguito della direttiva 2014/25/CE) ⁽²⁾, cui venne affidato il compito di predisporre e amministrare regole (il *City Code on Takeovers and Mergers*) per garantire agli azionisti parità di trattamento nel contesto di un'OPA.

Il primo intervento italiano in materia, per quanto embrionale, non è per il vero di tanto successivo e lo si rinviene in una legge fondamentale per il mercato finanziario italiano ⁽³⁾, il d. l. 8 aprile 1974, n. 95, convertito con modificazioni dalla l. 216 del 7 giugno 1974, con cui, tra l'altro, venne istituita la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. All'articolo 18 si leggeva, infatti, che « coloro che intendono procedere all'acquisto o alla vendita mediante offerta al pubblico di azioni o di obbligazioni ... o di qualsiasi altro valore mobiliare italiano od estero ... ovvero sollecitare, con altri

(2) Il *Panel* ed il *City Code* sono nati come espressione dell'autoregolamentazione degli operatori della *City* e hanno mantenuto le originarie caratteristiche "metalegislative" sino al 2006, allorché il *City Code*, con l'attuazione della direttiva 2014/25/CE in Inghilterra, ha acquisito natura normativa nel contesto del *Companies Act*. Sino al 2006, dunque, il *City Code* non aveva forza di legge « In quanto codice deontologico, la sua effettiva osservanza è rimessa alla *moral suasion* dell'organismo creato per sovrintendere sulla sua applicazione: il *Panel on Takeovers and Mergers*, un comitato di sorveglianza del mercato composto da esponenti degli operatori professionali che operano nella *city*, nonché da membri del *Department of Trade and Industry* e della *Bank of England*. Il *Panel* può intervenire in via autonoma o su istanza di parte, attraverso gli strumenti della censura privata o della deplorazione pubblica. Nei casi più gravi le sue decisioni, comunicate agli altri organi di vigilanza del mercato finanziario (*Department of Trade and Industry*, *Bank of England*, *Securities and Investment Board*, *SROs*, *International Stock Exchange*) possono costituire fondamento per l'irrogazione di sanzioni da parte di questi ultimi » (F. PALISI, in *L'obbligo di offerta pubblica di acquisto in Borsa*, a cura di F. Palisi e R. Ricci, Roma, 1993, 100. Ma come sempre, il contesto culturale in cui le cose accadono ne plasma forma e contenuto, tanto che, anche dopo la "legificazione" del *City Code*, la sostanza non è cambiata: « [after the implementation of the Takeover Directive in 2006] the Panel has a range of statutory enforcement powers and sanctions, including the power to require disclosure to it of documents and information, the ability to require compensation to be paid to target shareholders and the power to seek enforcement orders from the Courts. These statutory enforcement powers and sanctions were introduced as a result of implementation of the Takeovers Directive. The Panel has indicated that it does not anticipate exercising these powers, preferring to rely on the sanctions employed since its inception in 1968, including public or private criticism and public censure »; cfr. *A guide to Takeovers in the UK*, Clifford Chance, Londra 2014, 4).

Anche l'odierna composizione del *Panel*, del resto, rispecchia quella degli albori ed è rappresentativa di un vasto ambito di esperti in materia di *takeover*, mercati finanziari, industria e commercio. Più precisamente, il *Panel* comprende il Presidente, il Vice Presidente e sino a 20 membri nominati dal *Panel* stesso su proposta del *Nomination Committee*, mentre i restanti 12 membri sono nominati da parte delle seguenti istituzioni: *Association for Financial Markets in Europe* (con rappresentanza separata per il suo *Corporate Finance Committee* e per il suo *Securities Trading Committee*), *Association of British Insurers*, *Association of Investment Companies*, *British Bankers' Association*, *Confederation of British Industry*, *Institute of Chartered Accountants in England and Wales*, *Investment Association*, *Pensions and Lifetime Savings Association*, *Quoted Companies Alliance* e *Wealth Management Association*).

(3) « Nessuno può seriamente porre in dubbio che la legge 216 abbia costituito per il mercato finanziario un'autentica rivoluzione » (così G. Rossi, in *La Legge 216 dieci anni dopo*, a cura di G.E. Colombo e F. Cesarini, Milano, 1985, 3).

mezzi, il pubblico risparmio, devono darne preventiva comunicazione alla Commissione Nazionale per le società e la borsa, indicando la quantità e le caratteristiche dei valori mobiliari offerti, nonché le modalità ed i termini previsti per lo svolgimento dell'operazione». Sempre nello stesso articolo, si prevedevano l'obbligo di redazione di un prospetto (« ogni sollecitazione al pubblico risparmio deve essere effettuata previa pubblicazione di un prospetto informativo ... redatto secondo disposizioni di carattere generale determinate dalla Commissione Nazionale per le società e la borsa »), la facoltà della Consob di incidere sul contenuto del prospetto e sulle modalità di pubblicità dell'operazione (« la Commissione Nazionale per le società e la borsa può stabilire modi diversi, da quelli da essa determinati in via generale, in cui l'offerta deve essere resa pubblica, nonché gli ulteriori dati e notizie che il prospetto informativo deve contenere ») e, da ultimo, i poteri sanzionatori (« la Commissione Nazionale per le società e la borsa può vietare l'esecuzione dell'operazione qualora il proponente non osservi le prescrizioni di cui ai precedenti commi », la cui violazione era punita « con l'amenda da un quarto alla metà del valore totale dell'operazione »).

Rileggendo nella prospettiva odierna i pochi capoversi di quell'articolo, già si poteva intravedere, *in nuce*, l'ossatura di molte delle odierne norme in tema di OPA, anche se la legge del 1974 faceva confluire in un'unica scarna disposizione, senza distinzione di effetti o di disciplina, tre tipologie di offerta molto diverse tra loro: l'offerta pubblica di sottoscrizione o vendita, l'offerta di scambio e l'offerta di acquisto ⁽⁴⁾. Soprattutto, mancava nella legge del 1974 ciò che è poi divenuto il fulcro della materia OPA, ossia la previsione dell'obbligo, al ricorrere di determinate condizioni, di promuovere un'offerta pubblica di acquisto a beneficio di tutti gli azionisti; soltanto nel 1992 il legislatore si è preso carico di garantire parità di trattamento agli azionisti, introducendo, per la prima volta nel nostro ordinamento, obblighi di offerta sul mercato ⁽⁵⁾. È seguita, nel giro di qualche anno, la ben più matura e tutt'ora vigente ⁽⁶⁾ disciplina del Testo Unico della Finanza del 24 febbraio 1998 n. 58.

2. Come si è anticipato, già la legge del 1974 prevedeva che l'amministrazione delle offerte pubbliche di acquisto competesse alla Consob, cui era affidato il compito di dettare “modelli generali” per la redazione dei documenti di offerta, di valutare l'adeguatezza del singolo documento d'offerta

⁽⁴⁾ Per un interessante *excursus* sull'evoluzione della disciplina italiana delle offerte pubbliche, M. STELLA RICHTER, *Fattispecie e disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, Torino, 2011, 3-10.

⁽⁵⁾ Cfr. l. n. 142/1992.

⁽⁶⁾ Ovviamente con gli interventi “manutentivi” dettati dal progredire della consapevolezza legislativa in materia e dall'influenza comunitaria conseguente all'attuazione della direttiva 2004/25/CE sulle offerte pubbliche di acquisto.

(sia in relazione agli standard prefissati sia in funzione di eventuali esigenze informative specifiche) e di vietare il lancio di offerte che non rispettassero le prescrizioni.

Sebbene la distanza tra i pochi capoversi della legge del 1974 e l'attuale *corpus* normativo (TUF e Regolamento Emittenti) possa apparire “siderale”, ancora oggi, in realtà, il nucleo fondante della disciplina ruota intorno al documento di offerta (quale strumento tecnico-giuridico attraverso il quale si sostanzia l'offerta), alla funzione istruttoria della Consob sul suo contenuto e al potere dell'autorità di mercato di “bloccare” offerte irrispettose dei termini di legge e di regolamento (oggi, rispetto al 1974, con una più articolata disciplina che distingue tra un'iniziale sospensione cautelare dell'offerta e l'eventuale sua definitiva decadenza). All'interno di questo ampio fascio di poteri, la funzione istruttoria sul contenuto dei documenti di offerta ha da subito avuto, in concreto, una portata ben più generale rispetto al “semplice” effetto del nullaosta sul singolo documento, finendo, in alcuni casi, per divenire vero e proprio momento di integrazione della disciplina regolamentare, anche per l'ovvia tendenza degli operatori di mercato a conformarsi a precedenti “convalidati” dall'autorità di controllo (7).

3. Alcune premesse di ordine generale sono tuttavia necessarie per meglio inquadrare il tema d'indagine. Il rilievo che la funzione istruttoria della Consob assume nel contesto della disciplina OPA è infatti anche la conseguenza del modello di regolatore prescelto dal nostro legislatore e, in particolare, dell'insieme di poteri e facoltà che il legislatore ha scelto di concedere (o negare) all'autorità di controllo.

Altri modelli adottati all'interno della UE — quindi pur in un quadro di tendenziale uniformità di disciplina in base alla citata direttiva 2014/25/CE — mostrano chiaramente come gli “strumenti operativi” delle singole autorità e soprattutto l'esistenza o meno di un margine di apprezzamento discrezionale nell'amministrazione delle offerte incidano fortemente sulla *guidance* agli operatori di mercato, sia sotto il profilo della prevedibilità delle decisioni del regolatore sia sotto il profilo dell'efficacia nella concreta gestione delle eventuali criticità in corso di offerta. Nei successivi paragrafi daremo quindi brevemente conto dei poteri attribuiti alla Consob per

(7) Non a caso, in una autorevole ricostruzione del quadro normativo in materia di offerta pubblica in Francia, si riconosce alle prassi di mercato natura di vera e propria fonte integrativa di diritto: « *La réglementation boursière est également faite d'usages. En cette matière, on parle de « consensus de Place » ou de « pratique de Place ». Ensemble d'interdits, de prescriptions, d'habitudes, voire de préjugés, le consensus de Place mérite assurément l'appellation d'usage professionnel. De ce point de vue, il a une valeur juridique supplétive, il peut aider le juge dans la recherche d'une solution, il inspire parfois les dirigeants sociaux au moment de prendre une décision ou de lancer une opération; il est rarement perdu de vue par les banquiers d'affaires, qui savent faire le départ entre ce que la Place accepte et ce qu'elle proscriit* » (cfr. A. VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, Parigi, 2014, 27).

l'“amministrazione” delle offerte e prenderemo poi in esame alcuni elementi caratterizzanti dell'esperienza inglese e francese rispetto al modello italiano, con l'intento di mostrare come la diversità degli strumenti a disposizione porti a modalità differenti nell'affrontare snodi critici delle offerte che si presentano come simili, se non identici, quale che sia l'ordinamento che le disciplina.

4. Come è noto, il TUF ha affidato alla Consob molteplici compiti e poteri in materia d'OPA. Innanzi tutto, il legislatore ha delegato alla Consob la “costruzione” del quadro regolamentare che disciplina le offerte (compito assolto con la predisposizione del Titolo II del Regolamento Emittenti), in alcuni casi vincolando la discrezionalità tecnica della Consob entro binari rigidamente precostituiti (ad esempio, dettando all'articolo 106, comma quinto, TUF, il catalogo tassativo delle esenzioni all'obbligo dell'OPA da articolare in sede regolamentare), in altri casi lasciando alla Consob un più ampio margine di manovra (ad esempio, nella predisposizione delle regole per lo svolgimento delle offerte — cfr. art. 103, quarto comma, TUF). Sempre sul piano dei compiti, l'investitura della Consob quale autorità di mercato che “amministra” le offerte è inequivoca: « la Consob vigila sulle offerte pubbliche di acquisto e scambio ... » (cfr. art. 101-ter TUF).

Quanto ai poteri, essi hanno sia portata generale (potere istruttorio sul documento di offerta, poteri prescrittivi sul piano informativo, poteri cautelari e interdittivi in presenza di violazione della disciplina, potere di ride-terminazione del prezzo di offerta obbligatoria nei casi previsti dalla legge, ecc.) sia funzione particolare (ad esempio, potere di accordare l'esenzione per il lancio di un'offerta pubblica di acquisto preventiva *ex art.* 107, primo comma, lettera c), TUF). In generale, però, a differenza dell'esperienza inglese ⁽⁸⁾ e, in qualche misura, anche francese ⁽⁹⁾, gli ambiti in cui il legislatore ha attribuito alla Consob poteri connotati da discrezionalità non solo tecnica ma anche amministrativa sono estremamente limitati ⁽¹⁰⁾.

⁽⁸⁾ Il *City Code* attribuisce al *Panel* un ampio potere di deroga discrezionale: « *The Panel may derogate or grant a waiver to a person from the application of a rule ... either: (i) in the circumstances set out in the rule; or (ii) in other circumstances where the Panel considers that the particular rule would operate unduly, harshly or in an unnecessarily restrictive or burdensome or otherwise inappropriate manner (in which case a reasoned decision will be given)* » (*The City Code*, Introduction, punto (c), A2).

⁽⁹⁾ Cfr., ad esempio, i meccanismi di esenzione dall'obbligo di offerta previsti dagli articoli 234-7, 234-8 e 234-9 del *Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers* che attribuiscono all'AMF, all'interno del “catalogo” regolamentare delle fattispecie meritevoli di esenzione, un ampio margine di apprezzamento discrezionale di tutte le circostanze del caso concreto.

⁽¹⁰⁾ Tra i più rilevanti, (a) il potere, previsto dall'articolo 106, sesto comma, TUF di accordare esenzione all'obbligo di offerta nei casi riconducibili a quelli previsti dalla norma primaria (salvataggio, fusione, superamento involontario della soglia, trasferimento infragruppo, ecc.) ma che non ricadano espressamente nella disciplina regolamentare attuativa (si

5. Nell'ambito dei compiti e poteri che spettano alla Consob in relazione alle offerte pubbliche di acquisto, l'istruttoria sul documento d'offerta riveste, ovviamente, un ruolo centrale, e ciò, a maggior ragione, a seguito delle modifiche all'articolo 102 TUF conseguenti all'attuazione in Italia della direttiva 2004/25/CE sulle offerte pubbliche di acquisto ⁽¹¹⁾.

Nel testo previgente, l'articolo 102 TUF prevedeva infatti che « la Consob, entro quindici giorni [dalla ricezione del documento d'offerta predisposto dall'offerente], può indicare agli offerenti informazioni integrative da fornire ... Decorso tale termine il documento può essere pubblicato ».

L'attuale dizione dell'articolo 102 TUF stabilisce invece che « entro quindici giorni dalla presentazione del documento d'offerta, la Consob lo approva se esso è idoneo a consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta. Con l'approvazione la Consob può indicare all'offerente informazioni integrative da fornire ... ». L'espressa approvazione del documento d'offerta da parte della Consob costituisce dunque una novità rispetto al regime previgente e trae origine, per l'appunto, dalla direttiva OPA che attribuisce "passaporto europeo" ai documenti di offerta approvati dalle singole autorità nazionali ⁽¹²⁾. Per il vero, già in costanza della previ-

potrebbe pensare, ad esempio, all'ipotesi del conferimento in natura di un'azienda come fattispecie da esentare per analogia con la fusione). In realtà, allo stato, la Consob ha fatto uso molto parco di questo "potere discrezionale" e in ogni caso, se non mi è sfuggito qualche precedente, non in fattispecie "critiche o controverse". Un esempio di provvedimento *ex art.* 106, sesto comma, TUF è contenuto nella delibera n. 18330 del 26 settembre 2012 in cui è stata riconosciuta l'esenzione per similitudine del caso in esame con la disciplina sui trasferimenti infragruppo. Una prima analisi del potere della Consob *ex art.* 106, sesto comma, TUF si trova in P. RAINELLI, *Opa obbligatoria: rassegna degli orientamenti Consob*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 659-660; e (b) il potere di aumentare il prezzo di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria « nel caso in cui vi sia stata collusione tra l'offerente ... e uno o più venditori » e « purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori » (cfr. art. 106, terzo comma, lettera d), TUF e art. 47-octies del Regolamento Emittenti). La giurisprudenza amministrativa che si è occupata di quello che, allo stato, è l'unico precedente di rideterminazione del prezzo ai sensi dell'art. 106, terzo comma, lettera d) del TUF, nel caso Camfin, ha ricostruito il relativo potere di Consob in termini discrezionalità non solo tecnica, ma anche amministrativa: « l'art. 106 comma 3 lett. d T.U.F. rimette infatti al prudente apprezzamento della Consob di valutare se, ricorrendo una delle ipotesi elencate, l'aumento del prezzo dell'O.P.A. sia effettivamente necessario "alla tutela degli investitori". In sostanza, la rettifica del prezzo non è una conseguenza vincolata dell'accertamento dell'esistenza di un accordo "collusivo", bensì scaturisce da una valutazione discrezionale della Commissione » (cfr. Tar Lazio, Sez. II, 19 marzo 2014, n. 3009, in *DeJure*).

⁽¹¹⁾ Come è noto, la disciplina in materia d'OPA ha subito modifiche strutturali per effetto della trasposizione della direttiva 2004/25/CE tramite il d.lgs. n. 229/2007 e il d.lgs. correttivo n. 146/2009.

⁽¹²⁾ Cfr. art 6, secondo comma, della direttiva 2004/25/CE: « Qualora il documento ... sia stato sottoposto all'approvazione preliminare delle autorità di vigilanza e sia stato approvato, è riconosciuto, previa eventuale traduzione, negli altri Stati membri, sui cui mercati sono ammessi alla negoziazione i titoli della società emittente, senza che occorra l'approvazione dell'autorità di vigilanza di detti Stati membri ... ». In argomento, vedi la Circolare Assonime n. 16/2013, paragrafo 1.3 - *Il Passaporto comunitario*, in questa *Rivista*, 2013, 1350.

gente formulazione dell'articolo 102 TUF, si riteneva che il controllo della Consob sul contenuto del documento d'offerta si concludesse con un provvedimento autorizzativo di approvazione nella forma del silenzio assenso ⁽¹³⁾, ma indubbiamente la vigente formulazione “potenzia” il potere istruttorio della Consob che, nella veste normativa, è chiamata ad approvare il documento solo se lo ritiene « idoneo a consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta ».

In realtà, ritengo che l'approvazione di un documento d'offerta porti con sé non solo il giudizio di idoneità informativa richiesto dal quarto comma dell'articolo, ma anche — ed è questo il tema specifico di indagine che qui interessa — una positiva valutazione di astratta conformità dell'offerta alla normativa primaria e regolamentare sull'OPA. Se infatti l'articolo 102, quinto comma, TUF attribuisce alla Consob il potere, in pendenza dell'offerta ⁽¹⁴⁾, di sospenderla in caso di fondato sospetto di violazione delle norme primarie o regolamentari in materia e di dichiararla decaduta laddove le violazioni dovessero poi essere effettivamente accertate, mi pare che, nell'approvare il documento d'offerta, la Consob, in base ai canoni di coerenza e non contraddizione dell'attività amministrativa, si esprima, necessariamente, anche sulla conformità legale della struttura dell'offerta e dei suoi termini e condizioni ⁽¹⁵⁾; beninteso, in astratto e fermi restando i poteri di intervento normativamente previsti laddove dovessero emergere successivamente fatti e circostanze, non noti all'atto dell'approvazione, che, se anticipatamente conosciuti, avrebbero giustificato un diverso giudizio ⁽¹⁶⁾.

⁽¹³⁾ Cfr. M. MIOLA-L. PICARDI, sub art. 102, in *Testo Unico della Finanza*, Commentario diretto da G.F. Campobasso, Vol. II, Torino, 2002, 874.

⁽¹⁴⁾ A commento della “vecchia” formulazione dell'articolo 102 TUF (ma le variazioni intervenute nel testo sono irrilevanti sul punto), si era rilevato che « la norma sembra ... volersi riferire all'intervallo di tempo intercorrente tra la prima comunicazione dell'intenzione di promuovere l'opa ... ed il momento in cui il risultato dell'operazione viene reso noto al mercato ... »; C. MOSCA, sub art. 102, in *La disciplina delle società quotate*, Commentario a cura di P.G. Marchetti e L.A. Bianchi, I, Milano, 1999, 215. Del resto, la recente vicenda dell'offerta di scambio di EI Towers S.p.A. su Raiway S.p.A. mostra chiaramente che, a prescindere dai poteri cautelari e di caducazione dell'offerta ex art. 102, sesto comma, TUF, l'istruttoria della Consob ben può condurre, sul piano degli effetti sostanziali, all'improcedibilità di un'offerta non ritenuta coerente con il quadro normativo di riferimento (cfr. Comunicazione n. DCG/DIE/0028023 del 13 aprile 2015). In base alle norme della l. n. 142/92 allora vigente, B. LIBONATI, *Poteri della Consob in materia d'OPA*, in *Riv. dir. comm.*, 1995, I, 506-508, escludeva invece la possibilità per la Consob di “vietare” il lancio di un'offerta che pur « si constati articolata in termini scorretti ».

⁽¹⁵⁾ Come è peraltro espressamente previsto in relazione all'approvazione del documento di offerta in Francia: « l'AMF dispose d'un délai de dix jours de négociation suivant le début de la période d'offre pour apprécier la conformité du projet d'offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables », cfr. art. 231-20, primo comma, del Regolamento Generale dell'*Autorité des Marchés Financiers* (“AMF”).

⁽¹⁶⁾ C'è ampio consenso in dottrina sul fatto che « la Consob non è tenuta a vagliare la verità delle affermazioni compiute nel documento ... ma solo a valutarne la completezza e l'as-

L'approvazione del documento d'offerta da parte della Consob, quando l'operazione presenta elementi di novità sul piano strutturale, finisce così per integrare, sia pur in forma meta-normativa, la disciplina dell'OPA nel caso specifico. Ogni documento d'offerta assolve, infatti, ad una funzione informativa, ma contiene anche i termini, contrattuali ed economici, dell'offerta stessa; ossia, come si è giustamente rilevato, se si volesse sinteticamente « descrivere il contenuto del documento d'offerta utilizzando però le categorie del diritto comune, potrebbe dirsi che se l'OPA va inquadrata come offerta al pubblico *ex art.* 1336 cod. civ. nel documento d'offerta devono riportarsi [non solo i dati informativi che la legge e i regolamenti specificamente richiedono a tutela dell'interesse degli oblati a pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta, ma anche e soprattutto] tutti gli elementi del contratto da concludere » ⁽¹⁷⁾.

6. Naturalmente, quando un elemento strutturale d'offerta tende a stratificarsi e a divenire consuetudinario, l'effetto "integrativo" dell'approvazione del documento d'offerta finisce per trascendere il caso singolo ed acquisire una portata generale. Un chiaro esempio è dato dalla prassi, ormai consolidata, di subordinare l'efficacia delle offerte volontarie all'assenza di *material adverse change* nel corso dell'operazione ⁽¹⁸⁾: ebbene, se l'articolo 40, primo comma, del Regolamento Emittenti prevede, in via generale, che « l'efficacia dell'offerta non può essere sottoposta a condizioni il cui verifi-

senza di evidenti falsità o irregolarità ». Così, ad esempio, F. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche di acquisto e scambio*, Torino, 2014, 68.

⁽¹⁷⁾ Cfr., A. MORELLO, in *Le Offerte Pubbliche d'Acquisto*, a cura di M. Stella Richter jr., Torino, 2011, 58.

⁽¹⁸⁾ *Ex multis*, tra le offerte di acquisto e scambio più recenti, la condizione di efficacia contenuta nel documento di offerta volontaria promossa da Sofil s.a.s. su azioni della Parmalat S.p.A. (documento d'offerta pubblicato nel febbraio 2016 e disponibile *online* nell'archivio prospetti della Consob) secondo cui l'offerta è subordinata "*al mancato verificarsi, entro il secondo giorno di borsa aperta antecedente la Data di Pagamento, di eventi a livello nazionale od internazionale comportanti gravi mutamenti nella situazione di mercato che abbiano effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta e/o sull'Emittente e/o sulle sue società controllate (la "Condizione MAC")*". Od ancora, la condizione contenuta nel documento dell'offerta di International Media Holding S.p.A. su azioni della RCS MediaGroup S.p.A. del giugno 2016: « il mancato verificarsi, entro il secondo Giorno di Borsa Aperta antecedente la Data di Pagamento: (i) a livello nazionale e/o internazionale, di eventi o situazioni straordinari comportanti significativi mutamenti nella situazione politica, finanziaria, economica, valutaria o di mercato che abbiano effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta e/o sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria di RCS e/o delle sue società controllate; o (ii) di fatti o situazioni relativi a RCS e/o alle sue società controllate, non noti al mercato alla data della Comunicazione dell'Offerente, comportanti mutamenti sostanzialmente pregiudizievoli sulla situazione patrimoniale, economica o finanziaria di RCS e/o delle sue società controllate (la "Condizione MAC") ».

carsi dipenda dalla mera volontà dell'offerente » (19), non c'è dubbio che l'approvazione di un'offerta volontaria soggetta a una clausola MAC comporti, necessariamente, un giudizio della Consob di astratta conformità di tali clausole ai limiti dettati dall'articolo 40, primo comma, del Regolamento Emittenti.

Quando la commissione si è pronunciata sul tema delle condizioni di efficacia dell'offerta (20), lo ha fatto esclusivamente nel solco della dottrina civilistica che, nel distinguere tra “condizioni potestative semplici” e “condizioni meramente potestative”, ha da tempo attribuito piena legittimità alle prime (nella misura in cui l'impegno assunto non sia rimesso a mero arbitrio, ma, pur dipendendo dalla volontà dell'obbligato, discenda da un serio apprezzamento e costituisca una scelta alternativa obiettivamente valutabile in termini di interesse e sacrificio). Tuttavia, il caso concretamente analizzato nella comunicazione del 4 aprile 2002 si muoveva all'interno di confini concettualmente non perigliosi (possibilità di condizionare l'offerta al raggiungimento della soglia del 98% che era allora la soglia per il *delisting*), mentre ben diverso è, ovviamente, il caso della MAC che per sua natura è una “clausola aperta”, priva di canoni oggettivi di apprezzamento e tanto più di parametri di misurazione predeterminati sul piano quantitativo (21).

L'esperienza inglese, in cui pure è consuetudine prevedere clausole MAC in sede d'offerta, ne mostra chiaramente la “problematicità” sul piano del controllo *a posteriori*; tuttavia, il sistema, in virtù dei poteri discrezionali attribuiti al *Panel*, risolve il problema della concreta applicazione della clausola nel contesto dei meccanismi propri del *City Code*: « *In contrast to UK private acquisitions, in UK public M&A, it is standard practice for an offer document to contain a MAC clause expressed as a condition to the offer. The wording is largely standardized, as follows: “no adverse change or deterioration having occurred in the business, assets, financial or trading position or profits or prospects or operational performance of any member of the group which in any case is material in the context of the wider group taken as a whole”. In the UK, the termination of public M&A transactions is*

(19) Sul tema delle condizioni “meramente” potestative e “potestative semplici” nel contesto dell'OPA, vedi la Comunicazione n. DEM/2047014 del 4 luglio 2002.

(20) Cfr. Comunicazione Consob citata nella nota precedente.

(21) Cfr., in argomento, A. MORELLO (nt. 17), 74: « si presentano, invece come condizioni di natura qualitativa quelle per mezzo delle quali l'offerente deduce, a motivo dell'inefficacia del proprio impegno, il sopravvenire di circostanze straordinarie (di natura principalmente finanziaria, economica, valutaria e di mercato) capaci di alterare sensibilmente il profilo patrimoniale/economico/finanziario dell'emittente e, quindi, di rischio dell'intera operazione: non può, tuttavia, tacersi che, molte di queste condizioni (invero, di largo uso sul mercato) pongono il problema della controllabilità, vale a dire della possibilità, concreta, di verificare, con oggettività e attendibilità, il loro accadimento (non sfugge, infatti, che quanto più ampia ed astratta è la descrizione dell'evento straordinario che determina l'inefficacia, tanto più precario è, alla prova dei fatti, l'impegno all'acquisto da parte dell'offerente) ».

subject to the Takeover Code ..., which regulates bids for public companies in the UK. Although the inclusion of MAC clauses in offer documents remains common practice in UK public bids, a bidder's ability to invoke a condition so as to cause the offer to lapse is significantly restricted by Rule 13.5 of the Code, which does not permit a condition to be invoked unless the circumstances that give rise to the right to invoke the condition are of "material significance" to the bidder and in the context of the offer. The Takeover Panel ... applies a very high level of materiality in this context and has shown itself to be unwilling to allow bidders to rely on MAC clauses save in exceptional circumstances. This is exemplified in the Panel's 2001 ruling in the WPP transaction. The WPP transaction involved an attempt by the advertising agency WPP to terminate its planned acquisition of Tempus, another public advertising company, by arguing that the events of 11 September 2001 had caused a MAC to the prospects of Tempus. The Panel held that WPP was nonetheless required to go through with its offer because, to be permitted under the Code, a material adverse change, however the MAC clause is drafted, must be an adverse change "of very considerable significance striking at the heart of the purpose of the transaction" » (22).

Ben diverso, dunque, l'approccio del *City Code* rispetto al caso italiano, in cui, se il vaglio di ammissibilità (in astratto) della MAC ad opera della Consob (in sede di approvazione del documento d'offerta) ha legittimato la prassi dell'inserimento di MAC nelle offerte volontarie, il problema della loro portata applicativa resta irrisolto: è infatti fuor di dubbio che, nel caso in cui un offerente dovesse dichiarare inefficace la propria offerta in virtù di una MAC, la questione darebbe luogo ad un contenzioso avanti l'autorità giudiziaria ordinaria; e in tale contesto, il giudice civile avrebbe piena competenza sia nel (ri)esaminare il profilo di legittimità della clausola (in sé e per sé) sia nel valutarne l'invocabilità nel caso concreto, ma ciò con i tempi ed i limiti soggettivi di giudicato di un ordinario giudizio di cognizione.

7. La portata suppletiva del precedente che si crea con l'approvazione del (contenuto) del documento d'offerta presenta diversi gradi di intensità e giunge, talvolta, sino ad una vera e propria integrazione della disciplina OPA in aree carenti di espressa regolamentazione. Tutto ciò, naturalmente, con il limite — inevitabile — della intrinseca instabilità di precedenti da cui l'autorità potrebbe distaccarsi in futuro. E peraltro, all'intensità dell'effetto integrativo non si accompagna necessariamente una sua "istituzionalizzazione", poiché dalla concreta applicazione di un meccanismo di offerta "approvato" dalla Consob potrebbero emergere problemi inattesi, tali da

(22) N. BLAKE-C. RAE, *Material Adverse Change Clauses*, apparso nell'edizione del giugno 2016 di *PLC Magazine*, disponibile anche online al seguente link: <http://hsfnnotes.com/litigation/wp-content/uploads/sites/7/2016/06/FEATURE-MAC-clauses-with-copy.pdf>.

giustificare un successivo cambio di rotta dell'autorità; nondimeno, l'effetto integrativo permane in relazione al caso o ai casi singoli rispetto ai quali l'approvazione sia comunque intervenuta. Un esempio paradigmatico di vera e propria "integrazione" è offerto dalla disciplina delle offerte di acquisto volontarie parziali; e l'esempio diviene più evidente se si comparano, ancora una volta, le regole del *City Code* con le norme italiane in materia.

Va subito detto che sul mercato inglese le offerte sono di norma totalitarie, sicché le offerte parziali rappresentano una sorta di eccezione alla regola. Non a caso, la *Rule 36.1* del *City Code* subordina il lancio di un'offerta parziale al consenso del *Panel* (« *the Panel's consent is required for any partial offer. In the case of an offer which could not result in the offeror and person acting in concert with it being interested in shares carrying 30% or more of the voting rights of a company, consent will normally be granted* »); per il resto, le regole inglesi in materia di offerta parziale prevedono un meccanismo di riparto pro-quota sostanzialmente corrispondente a quanto previsto dalla disciplina italiana (cfr. *Rule 36.7, Scaling Down*). Ma — e da qui, come si vedrà, nasce una conseguenza importante sul piano della parità di trattamento degli oblati —, la disciplina inglese, in caso di offerta parziale, impedisce all'offerente di effettuare acquisti fuori offerta in pendenza della stessa: « *the offeror and persons acting in concert with it may not acquire any interest in shares in the offeree company during the offer period* » (*Rule 36.3*). Così facendo, il *Panel* garantisce che, in pendenza di offerta, tutti gli azionisti siano trattati in modo eguale, nel senso che a ciascuno di essi è assicurata la cessione di un proporzionale numero di azioni in base alla regola del pro rata. La disciplina italiana non tratta invece espressamente delle offerte parziali (a parte la disciplina specifica riservata all'OPA preventiva parziale che però fa storia a sé) e, in particolare, nulla dice circa la possibilità per l'offerente di effettuare (o meno) acquisti fuori offerta né, a maggior ragione, disciplina le conseguenze che tali acquisti hanno sul meccanismo del riparto. Conseguenze che sono di non poco conto, atteso che un'offerta parziale ha ad oggetto un quantitativo massimo predeterminato, sicché se vengono portate in adesione all'offerta più azioni di quante ne siano richieste, gli aderenti hanno diritto di vendere le loro azioni secondo un criterio di stretta proporzionalità.

Ma che succede se, come nella prassi italiana è talora avvenuto, l'offerente prevede, nel proprio documento d'offerta, di ridurre il quantitativo dell'OPA parziale in misura corrispondente agli acquisti che egli dovesse effettuare fuori offerta? Non si rischia, consentendo tale facoltà di riduzione, di alterare, per tale via, la parità di trattamento tra gli azionisti? In questo caso, infatti, chi ha venduto fuori offerta cede tutte le azioni di cui vuole disporre, mentre chi aderisce all'offerta subisce il riparto. Riparto che sarà tanto più significativo — e, quindi, con minor numero di azioni che ciascun aderente riuscirà effettivamente a cedere — quanto più alto sarà il numero di azioni acquistate dall'offerente fuori offerta. Ecco dunque un'area in cui

l'autonomia privata, riflessa nel contenuto di documenti d'offerta approvati dalla Consob, ha di fatto "integrato" la disciplina regolamentare, colmandone un vuoto.

Punto di partenza dell'analisi è, ovviamente, l'assenza, come già si è detto, di regole specifiche per le offerte parziali. In effetti, il TUF si limita a prevedere, in negativo, che non è esentato dall'obbligo di offerta totalitaria chi abbia superato la soglia del 30% per effetto di una precedente offerta pubblica non totalitaria (salva l'ipotesi della preventiva parziale) (cfr. art. 106, comma 4); e il Regolamento Emittenti tratta specificamente delle offerte parziali solo nell'allegato 2 al regolamento (« Modalità di redazione del documento di offerta ») imponendo l'esplicitazione, nel documento d'offerta, delle regole di riparto in caso di offerte parziali (cfr. punto a.2 dello schema). Si ritiene dunque che alle offerte parziali (per loro natura necessariamente volontarie) si applichino le regole generali previste per le offerte volontarie totalitarie, con l'integrazione della disciplina del riparto. E, come è noto, la disciplina generale sulle offerte non preclude all'offerente la possibilità di acquisti fuori OPA in costanza di offerta, limitandosi ad imporre obblighi di comunicazione al mercato (art. 41, secondo comma, lettera c), Reg. Emittenti) e di allineamento del prezzo (cd. *best price rule*, art. 42, secondo comma, Reg. Emittenti). Da qui, la previsione in alcuni documenti d'offerta parziale di una "regola" sul meccanismo del riparto volta a colmare, a vantaggio dell'offerente beninteso, il vuoto normativo. La formulazione utilizzata nei precedenti è molto simile: « ... il numero di Azioni Oggetto dell'Offerta potrebbe variare in diminuzione qualora ... entro il termine del Periodo di Offerta, l'Offerente ... acquistasse, direttamente o indirettamente, Azioni ... al di fuori dell'Offerta nel rispetto di quanto disposto dagli artt. 41, comma 2, e 42, comma 2, del Regolamento Emittenti; in tal caso dal numero massimo di Azioni Oggetto dell'Offerta ... sarà detratto il numero di Azioni ... acquistate dall'Offerente ... al di fuori dell'Offerta »⁽²³⁾. Questo è però un caso, a mio avviso, in cui un ripensamento sulla coerenza del meccanismo di "scarico" dell'offerta parziale rispetto alla normativa OPA sarebbe opportuno: chi abbia venduto fuori offerta è infatti indiscutibilmente favorito rispetto agli aderenti all'offerta che subiscono il riparto. E riterrei che, pur in assenza di norme specifiche che regolino la questione, i principi ispiratori della materia OPA siano sufficienti, sul piano oggettivo, a fondare più di un dubbio su tale meccanismo.

Due sono i profili che a mio giudizio rilevano: (a) come è ovvio, il principio di parità di trattamento stabilito dalla Direttiva 2004/25/CE (art. 3,

⁽²³⁾ Cfr. p. 65 del Documento dell'Offerta Pubblica di Acquisto Volontaria Parziale promossa da FGPA s.r.l. su azioni ordinarie di Alerion Clean Power S.p.A. nel 2016. Egual meccanismo si rinviene nel Documento dell'Offerta Pubblica di Acquisto Volontaria Parziale promossa da Navona Value Opportunity S.a.r.l. su quote del fondo immobiliare "Delta Immobiliare" sempre nel 2016.

lettera *a*): « tutti possessori di titoli di una società emittente della stessa categoria devono beneficiare di un trattamento equivalente »), la cui declinazione nel nostro ordinamento interno è solo parzialmente coincidente (« l'offerta è rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto » art. 103, comma 1, TUF — « i soggetti interessati si attengono a principi di correttezza e di parità di trattamento dei destinatari dell'offerta che si trovino in identiche condizioni », art. 42, primo comma, Reg. Emittenti); (*b*) ma anche — e, personalmente ritengo, altrettanto —, il principio di irrevocabilità dell'offerta: « l'offerta è irrevocabile. Ogni clausola contraria è nulla » (art. 103, comma primo, TUF) e « non è ammessa la riduzione del quantitativo richiesto ». Se dovessi muovere una censura al meccanismo di “scarico” dell'offerta parziale, mi parrebbe ragionevole, sul piano del riscontro normativo, sostenere che, in sostanza, l'offerente si riserva, per tale via, un diritto di riduzione del quantitativo richiesto in funzione di sue decisioni meramente potestative (acquisti fuori offerta), laddove le norme primarie e secondarie escludono ogni opzione di riduzione (« l'offerta è irrevocabile » e, quale diretto e immediato corollario, « non è ammessa la riduzione del quantitativo richiesto »). Tale impostazione, del resto, trova riscontro proprio nella *ratio* di fondo dell'intera disciplina (soprattutto per come esplicitata nella direttiva OPA), ossia nell'esigenza di impedire ogni discriminazione tra i possessori di titoli della medesima categoria.

8. Per quanto ciò accada più di rado, la funzione integrativa si verifica anche nel contesto delle offerte di acquisto obbligatorie. La minor frequenza è naturalmente dovuta al fatto che il contenuto di un'offerta obbligatoria soggiace a vincoli stringenti che non si ritrovano invece nelle offerte volontarie (dal vincolo di prezzo sino all'impossibilità di apporre condizioni di efficacia all'offerta), sicché gli ambiti di integrazione lasciati all'autonomia privata sono giocoforza ridotti. Ma non inesistenti, ed anzi se ne rinviene traccia proprio in relazione al tema del corrispettivo. Mi riferisco qui al problema dell'eventuale pagamento di un dividendo nel lasso di tempo, non necessariamente breve, che intercorre tra il sorgere dell'obbligo di OPA e il regolamento dell'offerta.

Nella maggior parte dei casi, il problema non si pone per una ragione pratica: l'obbligo di OPA, infatti, è il più delle volte collegato al già intervenuto acquisto di una partecipazione che garantisce all'offerente il controllo (incontestato, se non di diritto) dell'emittente, sicché l'offerente “controlla” anche tempi e modi della distribuzione di eventuali dividendi in corso d'OPA⁽²⁴⁾. Ma non è sempre così: esistono infatti situazioni in cui l'obbligo

⁽²⁴⁾ Situazione che può verificarsi anche nel contesto di offerte di acquisto volontarie promosse sul capitale residuo da chi abbia già il controllo dell'emittente; e così ad esempio, nel

d'OPA "scatta" pur in presenza di un controllo ancora instabile o addirittura conteso tra più soggetti. Si pone allora il problema di cosa succederebbe laddove *medio tempore* — ossia nel periodo che intercorre tra la data in cui scatta l'obbligo d'OPA e la data in cui si deve procedere al pagamento del corrispettivo dell'offerta — l'emittente dovesse pagare un dividendo ai propri azionisti. Il prezzo d'OPA è infatti fissato per legge in misura non inferiore al corrispettivo più elevato pagato dall'offerente (o dalle persone che agiscono di concerto con lui) negli ultimi dodici mesi (senza che la legge precisi se *cum o ex dividendo*). *Quid*, dunque, se prima della chiusura dell'OPA (obbligatoria) l'emittente distribuisse un dividendo? Né il TUF né il Regolamento Emittenti — a differenza di quanto avviene in altri ordinamenti ⁽²⁵⁾ — disciplinano espressamente il trattamento dei dividendi (a prescindere dal fatto che si verta in ipotesi di offerta volontaria od obbligatoria); un unico accenno in argomento si rinviene nella nota n. 5 al punto e.1 dello schema di documento d'offerta (allegato 2 del Regolamento Emittenti), dove si invita l'offerente a precisare « se il prezzo unitario tiene conto dell'eventuale dividendo ». Nella prassi, molti dei documenti di offerta volontaria contengono, pertanto, più o meno articolate regole per tener conto dell'eventuale pagamento di dividendi nel periodo d'offerta ⁽²⁶⁾, ma ovviamente, tali previsioni, inserendosi nel contesto di un'offerta volontaria per cui non esistono vincoli di prezzo, non sollevano criticità di sorta.

Diverso è invece il caso delle offerte obbligatorie. Acquisisce quindi rilievo, in funzione suppletiva di un vuoto regolamentare sul punto, l'approvazione di recenti documenti di offerta di acquisto obbligatoria in cui, coerentemente con la logica economica sottostante e rispecchiando la soluzione espressamente adottata in altri ordinamenti, si consente all'offerente il diritto di rettificare il prezzo unitario, ancorché determinato *ex lege*, in presenza di una eventuale distribuzione di dividendi che dovesse intervenire in periodo d'offerta: « dall'importo del Corrispettivo dovrà in ogni caso essere

documento di offerta volontaria totalitaria su azioni della Gewiss S.p.A. del maggio 2011 (disponibile sul sito Consob) si legge, a p. 10, che « l'Offerente ... ritenendo opportuno conformarsi alla invalsa prassi di mercato che prevede di non effettuare il pagamento dei dividendi durante il periodo di adesione all'offerta, ha dichiarato la propria intenzione di esprimere voto favorevole alla distribuzione di un dividendo nella misura proposta dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente ed ha proposto all'Assemblea — esprimendo il proprio voto in tal senso — di regolare il dividendo in data successiva ».

⁽²⁵⁾ Ad esempio, il *City Code* disciplina espressamente i casi di eventuale pagamento di dividendi, anche per le ipotesi di offerta obbligatoria (cfr. *Note 4 to Rule 9.5*) e la materia è stata tra l'altro oggetto di interventi di chiarimento sottoposti a consultazione pubblica (cfr. C. MOSCA, *La consultazione promossa dal Code Committee del Takeover Panel in materia di dividendi distribuiti in corso d'opa*, in questa *Rivista*, 2015, 777) cui il *Panel* ha dato seguito con il "*Response Statement by the Code Committee of the Panel*" del 23 ottobre 2015 (RS 2015/1) disponibile sul sito.

⁽²⁶⁾ Cfr., ad esempio, i paragrafi A.3/E.1 del documento d'offerta volontaria su azioni Impregilo S.p.A. del 13 marzo 2013, reperibile sul sito della Consob.

dedotto l'importo di qualsiasi eventuale dividendo per azione ordinaria di cui i competenti organi sociali di Alerion dovessero approvare la distribuzione ed effettivamente pagare successivamente alla data del presente Documento d'Offerta Obbligatoria, ma prima della data di pagamento del Corrispettivo » ⁽²⁷⁾. Ecco dunque un esempio di (consolidata) funzione integrativa del documento di offerta anche nel contesto dell'OPA obbligatoria.

9. In altri casi, pur senza muoversi nel solco dell'integrazione della disciplina OPA o, se si vuole, del "riempimento" degli spazi della disciplina rimessi all'autonomia negoziale, il contenuto del documento di offerta ha invece il merito di far emergere — e, in ultima analisi, legittimare proprio in virtù del loro divenire trasparenti — prassi su cui gli operatori hanno nel tempo costruito un consenso fattuale e un correlato impianto dottrinale. Mi riferisco qui all'orientamento, maturato grazie agli scritti di Acerbi ⁽²⁸⁾, Picone ⁽²⁹⁾ e (sia pur con la precisazione indicata in nota) Weigmann ⁽³⁰⁾, che ha finalmente portato alla luce del sole, anche in Italia, la prassi della *due diligence* nel mondo delle quotate, che ha da sempre piena cittadinanza negli ordinamenti di libero mercato ⁽³¹⁾ (naturalmente, con gli accorgimenti e le

⁽²⁷⁾ Cfr. paragrafo 1.3 del documento di offerta di acquisto totalitaria obbligatoria su azioni ordinarie di Alerion Clean Power S.p.A. del 22 dicembre 2016; con pressoché identica formulazione, il documento di offerta di acquisto totalitaria obbligatoria su azioni della Engineering - Ingegneria Informatica S.p.A. del 18 maggio 2016 al paragrafo A.3; con diversa formulazione ma medesimo effetto sostanziale, il documento di offerta di acquisto totalitaria obbligatoria su azioni della Seat Pagine Gialle S.p.A. del 24 settembre 2015, "voce" *Il Corrispettivo*, a pag. 11; tutti disponibili sul sito Consob.

⁽²⁸⁾ Per l'affermazione di un vero e proprio obbligo degli amministratori di dar corso alla *due diligence*, v. G. ACERBI, *Gli amministratori di società per azioni di fronte al trasferimento del controllo: problemi e proposte di soluzione*, in questa *Rivista*, 1997, 281 ss., spec. 316-327.

⁽²⁹⁾ L. PICONE, *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, 234 ss., spec. 259-261.

⁽³⁰⁾ Per la tesi che solo la prospettiva di una futura OPA renda possibile l'effettuazione di una *due diligence*, v. WEIGMANN (nt. 1), 559.

⁽³¹⁾ Quanto all'Inghilterra, « *The offeror will invariably conduct a due diligence exercise in relation to the target company before announcing an offer. The extent of the due diligence exercise in the case of a hostile offer will be limited to reviewing publicly available information, such as the results of searches of public registers and financial analysts' reports. In the case of a recommended offer, the due diligence exercise may be much more extensive, but the target company will often seek to limit its extent, either because it does not wish the offeror, who may be a competitor, to obtain confidential information from it, or because it would not wish the information to be made available to an alternative offeror ... or because the target company wants to ensure that details of a potential bid are not leaked to the public* » (Slaughter & May, *A Guide to Takeovers in the United Kingdom*, settembre 2016, 21, disponibile online: <https://www.slaughterandmay.com/what-we-do/publications-and-seminars/publications/client-publications-and-articles/a/a-guide-to-takeovers-in-the-united-kingdom.aspx>). Quanto agli Stati Uniti, « *many acquisition transactions in the US commence with preliminary negotiations and/or discussions between the acquirer and the target company. As a general matter, a target*

limitazioni appropriate alle singole circostanze, tra cui, prima di ogni altro, l'obbligo di ristabilire parità informativa a beneficio degli oblati nel contesto del documento di offerta o del comunicato dell'emittente in quei casi in cui le notizie apprese nel corso della *due diligence* siano rilevanti ai fini di un fondato giudizio sul merito dell'offerta).

Trascrivo, qui di seguito, brevi stralci di alcuni recenti documenti d'offerta (tutti disponibili sul sito della Consob) perché mi sembrano utili per meglio contestualizzare il tema della *due diligence* nell'ambito di un'offerta pubblica e, soprattutto, per dar conto dell'applicazione, in concreto e sul campo, degli accorgimenti e limiti cui ho appena fatto cenno: (1) (documento di offerta su azioni Mid Industry Capital S.p.A. del 7 settembre 2015) « ... in data 9 aprile 2015 ... VEI ha richiesto a Mid Industry Capital S.p.A. (l'“Emittente” o “MIC”) l'autorizzazione a svolgere una *due diligence* sull'Emittente e sulle sue società dalla stessa controllate. A seguito di tale richiesta, il Consiglio di Amministrazione di MIC ha richiesto all'Offerente alcune informazioni in merito alla prospettata operazione e, all'esito dei chiarimenti forniti, ha autorizzato lo svolgimento della suddetta *due dili-*

company and an acquirer are not under any obligation to disclose preliminary discussions, even if requested to confirm or deny discussions by investors, the press or the New York Stock Exchange. If, however, the acquirer or the target company chooses to confirm or deny rumours, it must do so accurately. It is also very common for preliminary discussions to take place pursuant to a negotiated confidentiality agreement. There is no restriction on the ability of a target company to provide information to a potential acquirer if the board of directors of the target company believes it is appropriate to do so » (Cravath, Swaine & Moore, *United States of America, Takeover Guide*, 2014, disponibile online <http://docplayer.net/20430917-United-states-of-america-takeover-guide.html>). Quanto alla Francia, la posizione espressa dall'AMF attribuisce piena legittimità alla *due diligence*, a condizione che le informazioni siano rese disponibili anche ai promotori delle eventuali offerte concorrenti, che vengano sottoscritti i necessari accordi di riservatezza, che venga, ove occorra, ristabilita parità informativa nel documento d'offerta e che eventuali informazioni *price sensitive* vengano messe a disposizione del potenziale offerente solo nella misura strettamente necessaria a consentirgli una decisione sul lancio dell'offerta; accade frequentemente, nei documenti di offerta francesi, di trovare indicazione sul corredo informativo (più o meno ampio) che l'offerente abbia ricevuto dalla *target*: « *Acquisition du contrôle de la société: TTC envisage la possibilité de lancer une offre publique d'achat volontaire sur le solde du capital de CFAO, à un prix par action identique à celui de l'acquisition du bloc de 29,8 %, soit 37,50 euros (l'“offre”), dans l'objectif d'acquérir le contrôle de CFAO. TTC conduira dans les semaines qui viennent une due diligence sur les activités non- automobiles du groupe CFAO, à la suite de laquelle le conseil d'administration de TTC confirmera son intention de déposer l'offre au plus tard le 15 septembre 2012* », cfr. dichiarazione all'AMF di intendimento di superamento di soglia da parte di Toyota Tsusho Corporation (TTC) su azioni della società CFAO del 2012 — o ancora, « *Dans le cadre de la préparation de l'Offre, l'initiateur a eu accès à un nombre très limité d'informations concernant Rhodia et ses filiales. L'Initiateur estime qu'en dehors des informations qui ont d'ores et déjà été rendues publiques ou qui sont mentionnées dans la présente note d'information, il n'a pas, dans le cadre de la préparation de l'Offre, eu connaissance d'informations précises qui (i) concernent directement ou indirectement Rhodia, et (ii) si elles étaient rendues publiques, seraient susceptibles d'avoir une influence sensible sur le cours de l'action Rhodia* », cfr. documento d'offerta pubblica di acquisto su azioni della società Rhodia promossa da Solvay nel 2011.

gence, Il Corrispettivo dell'Offerta è stato determinato prima dello svolgimento della *due diligence* e, pertanto, la stessa ha avuto una natura meramente confermativa. ... I termini e condizioni dell'Offerta, pertanto, non sono stati determinati sulla base di informazioni privilegiate »; (2) (documento di offerta su azioni di Bonifiche Ferraresi S.p.A. del 10 luglio 2014) « l'obbligo di promuovere l'Offerta discende dall'acquisizione da parte dell'Offerente della Partecipazione di Maggioranza nel quadro di un progetto diretto a sviluppare le attività dell'Emittente. Le operazioni che hanno determinato l'obbligo di procedere all'Offerta possono essere descritte come segue: ... con comunicato del 15 maggio 2014, Banca d'Italia ha comunicato, *inter alia*, di aver raggiunto un accordo con gli Investitori (come infra definiti) per la cessione della Partecipazione di Maggioranza, subordinatamente all'esito di un processo di *due diligence* ... »; (3) (comunicato dell'emittente allegato al documento di offerta su azioni di Indesit Company S.p.A. del 3 novembre 2014) « ... il processo di valutazione di possibili aggregazioni è stato gestito dall'azionista Fineldo, in coerenza con la valutazione del management di Indesit e del Consiglio di Amministrazione secondo cui un'aggregazione con un partner internazionale sarebbe stata la scelta più appropriata per far fronte alla pressione della globalizzazione ... [in tale contesto] il Consiglio di Amministrazione [di Indesit], nella riunione del 21 marzo 2014, ha autorizzato la predisposizione di una *virtual data room* cui è stato dato accesso ai soggetti, tra cui rappresentanti e consulenti del Gruppo Whirlpool, che avevano manifestato un interesse all'acquisto di partecipazioni significative nel capitale sociale di Indesit e sottoscritto uno specifico accordo di riservatezza. Il Consiglio di Amministrazione [di Indesit] ha, altresì, autorizzato il Presidente e Amministratore Delegato ed un numero ristretto di manager ad incontrare le società interessate, tra cui Whirlpool Corporation, nell'ambito di *management presentation* e visite ai siti produttivi. Il Consiglio di Amministrazione aveva, infatti, ritenuto che il successo di tali operazioni potesse rientrare nell'interesse sociale di Indesit e costituire un'opportunità per tutti gli azionisti ».

In ultima analisi, credo che aver portato alla luce del sole una prassi da tempo diffusa, ma su cui si preferiva non accendere troppi riflettori, sia un segno di maturità del mercato; ed il fatto che ciò avvenga nel contesto dei documenti d'offerta è circostanza di estremo rilievo. Se infatti il fine ultimo dell'istruttoria della Consob è non solo quello di assicurare completezza informativa ma anche — ed insisto nuovamente sul punto — di vagliare, secondo un canone di legalità, la coerenza dei termini e delle condizioni dell'operazione descritta nel documento d'offerta con la disciplina di legge, ebbene mi pare che possano ritenersi definitivamente fugate le preoccupazioni che taluni nutrivano in ordine alla legittimità della *due diligence* su una società quotata. Tutto ciò, naturalmente, con la doverosa avvertenza che il vaglio di legalità della Consob, per sua natura, non entra nel merito delle singole operazioni, sicché ogni profilo di opportunità (sui modi, tempi e li-

miti della *due diligence*) resta affidato esclusivamente alla valutazione e alla responsabilità dell'emittente; così come spetta esclusivamente all'offerente e all'emittente, secondo i rispettivi ruoli, il rispetto dei canoni cui la *due diligence* su una quotata deve comunque essere improntata (esistenza di appositi accordi di riservatezza, ripristino della parità informativa in sede di offerta pubblica, gestione delle informazioni *price sensitive* nel rispetto della disciplina degli articoli 114 e 181 TUF, ecc.). E mi sembra doveroso aggiungere che il giudizio di astratta compatibilità della *due diligence* con lo "statuto" di società quotata è comunque circoscritto all'ipotesi in cui la *due diligence* sia strumentale ad una (possibile) offerta pubblica (anche parziale) di acquisto o scambio, mentre ogni diversa situazione rimane, a mio parere, soggetta ad una valutazione caso per caso, in termini di interesse sociale dell'emittente (che, ad esempio, potrebbe sussistere in caso di operazioni sul capitale o di accordi di natura industriale cui si dovesse aggiungere l'acquisto di una partecipazione azionaria), di opportunità e di possibilità di ristabilire parità informativa (laddove, ad esempio, l'operazione prevedesse comunque documenti informativi destinati a circolare presso il pubblico indistinto).

10. Altri potrebbero essere gli esempi, ma credo che già questo pur breve *excursus* sia sufficiente ad evidenziare come il compito di "amministrare" un'offerta pubblica di acquisto o scambio si accompagni necessariamente all'esercizio di valutazioni discrezionali. Ho esordito ricordando che l'OPA è innanzitutto una tecnica negoziale di mercato; una tecnica che per sua natura non è statica ma in continua evoluzione, dovendosi adattare, da un lato, ad uno spettro di circostanze che si modificano nel quadro dell'evoluzione generale dei mercati e, dall'altro lato, alle specificità "granulari" delle singole operazioni. Ecco quindi che l'autorità di mercato, volente o nolente, deve tener conto del mutare delle circostanze; e se spesso può utilizzare l'interpretazione analogica o estensiva delle norme regolamentari vigenti, altrettanto spesso si vede costretta a colmare, in altro modo, il vuoto normativo. Non credo esista infatti, in alcun ordinamento, una regolamentazione così completa e flessibile da rivaleggiare con la fantasia degli operatori e prevenirne le mosse. La risposta "tecnica" a questa esigenza è ovviamente diversa da ordinamento a ordinamento ed è conseguenza di molti fattori, in parte economici (in Italia la concentrazione del controllo ha posto l'accento sull'OPA obbligatoria e dunque sulla funzione della Consob quale garante in funzione anti-elusiva) e in parte culturali (solo in Inghilterra si può immaginare un organismo di autoregolamentazione il cui più efficace potere è la spontanea adesione alle regole da parte dei soggetti regolati); ma nondimeno, quale che sia la scelta legislativa sottostante, il regolatore di mercato esercita necessariamente una funzione discrezionale, quanto meno in forma "reattiva". E così, la Consob, sul terreno che le è più congeniale,

quello della risposta ai quesiti soprattutto in materia di OPA obbligatoria, ha progressivamente integrato la disciplina regolamentare con la tecnica della comunicazione dei propri orientamenti; ma altrettanto ha fatto e continua a fare in sede di esame e approvazione dei documenti di offerta. Proprio per questa ragione credo che sarebbe quanto mai opportuno uno sforzo della nostra autorità di mercato per porre un freno alla attuale “ipertrofia documentale” che accompagna ormai ogni offerta, spesso con la ripetizione, quasi *verbatim*, delle medesime informazioni all’interno della catena documentale (documento di offerta, comunicato dell’emittente, parere degli indipendenti, ecc.). Le offerte si collocano infatti all’interno di un calendario assai compresso e scandito da una pluralità di adempimenti; lo stesso periodo di istruttoria entro il quale la Consob (salve le eventuali sospensioni) deve giungere alle proprie determinazioni sul documento di offerta è obiettivamente breve, tenuto conto che più un’operazione è complessa più difficile diventa il valutarla dall’esterno. L’autorità sarebbe quindi la prima a beneficiare di una riduzione della “mole informativa” per potersi concentrare sui termini essenziali dell’operazione e verificarne la conformità rispetto ai principi cardine della disciplina OPA, tra cui primo tra tutti quello della parità di trattamento (nella sua duplice accezione informativa ed economica).