

ALESSANDRO TRISCORNIA

Il diritto di recesso dai patti parasociali in presenza di un'OPA totalitaria non è senza confini

SOMMARIO: 1. Una breve introduzione. — 2. Lettera e *ratio* della norma. — 3. L'*altruità* dell'offerta è un presupposto (implicito) del diritto al recesso? — 4. Casi in cui il recesso è inapplicabile: patti parasociali e partecipazione indiretta. — 5. (*segue*) i patti di apporto. — 6. (*segue*): gli accordi di co-investimento. — 7. (*segue*): co-investimento e impegno di apporto. — 8. Persistenza o dissoluzione degli obblighi parasociali nell'interregno tra esercizio del recesso e sua efficacia.

1. Una recente offerta pubblica di acquisto offre l'occasione per approfondire e meglio contestualizzare l'ambito di applicazione (soggettivo e oggettivo) del diritto, *ex art.* 123, terzo comma, del TUF ⁽¹⁾, di recesso da un patto parasociale in presenza di un'OPA sulle azioni della società quotata cui l'accordo si riferisca ⁽²⁾. Il tema del recesso ha già formato, in effetti, oggetto di un ampio dibattito, che si è tuttavia focalizzato, pressoché esclusivamente, su due problemi specifici. Più precisamente, ci si è chiesti: *da un lato*, se il recesso compete solo nel caso di un'offerta di acquisto (o scambio) ob-

⁽¹⁾ Come è noto, il terzo comma dell'art. 123 del TUF prevede che: « Gli azionisti che intendano aderire a un'offerta pubblica di acquisto o scambio promossa ai sensi degli articoli 106 e 107 possono recedere senza preavviso dai patti indicati nell'articolo 122. La dichiarazione di recesso non produce effetto se non si è perfezionato il trasferimento delle azioni ».

⁽²⁾ Il riferimento è all'offerta pubblica volontaria di acquisto sulle azioni di Sicit Group S.p.A. annunciata al mercato il 16 aprile 2021. La peculiarità dell'operazione consiste nel fatto che l'offerta è stata promossa di concerto tra due soggetti, di cui uno che, alla data dell'annuncio, risultava vincolato da un patto di sindacato (sicché lo schema dell'operazione contemplava il suo impegno ad aderire all'offerta *previo recesso dal patto in essere*, con contestuale sottoscrizione del 50% del capitale del veicolo societario utilizzato per l'OPA). Il *rovesciamento di prospettiva* rispetto allo schema tipizzato nell'art. 123, terzo comma, del TUF è evidente: il recesso non è utilizzato quale strumento per sciogliersi da un patto e *aderire* ad un'offerta *che altri abbiano promosso*, ma è invocato invece da chi intenda svincolarsi per *promuovere egli stesso* un'OPA (nel caso concreto di Sicit, di concerto con altri).

bligatoria o se invece possa essere esercitato anche nel caso di un'offerta totalitaria volontaria (ferma restando, ovviamente, la possibilità, espressamente prevista dalla norma, di recedere dal patto nell'ipotesi di un'offerta preventiva parziale *ex art. 107 del TUF*); *dall'altro lato*, se il diritto al recesso sia rinunciabile (sia *ex ante* — e dunque in astratto rispetto a possibili offerte future — sia, eventualmente, dopo che una specifica offerta si sia concretamente materializzata).

Su entrambe le questioni, pur in presenza di qualche voce discorde, si è ormai consolidato, in dottrina, un indirizzo interpretativo largamente maggioritario che riconosce il diritto al recesso in ogni ipotesi di offerta totalitaria (senza distinzione, quindi, tra la natura volontaria od obbligatoria dell'offerta) ⁽³⁾ e ne esclude *tout court* la rinunciabilità ⁽⁴⁾. Sono invece rimasti sullo sfondo altri aspetti della norma che pure rivestono un interesse non secondario sia sotto un profilo pratico sia ai fini di una più compiuta ricostruzione della disciplina del recesso.

In questo articolo vorrei quindi ripercorrere i presupposti applicativi della norma (letterali o discendenti dalla sua *ratio*) per poi analizzare come il diritto di recesso interagisca, in concreto, con le specificità di alcune fattispecie pattizie frequentemente utilizzate nel contesto di operazioni di offerta.

⁽³⁾ Per una esaustiva ricognizione delle posizioni in dottrina, vedi M. SAGLIOCCA, *Recesso dai patti parasociali in caso di adesione all'OPA*, in questa *Rivista*, 2019, 498; L. CALVOSA - A. PIRAS, *Sull'ammissibilità del recesso da patto parasociale in pendenza di OPA volontaria totalitaria*, *Riv. dir. soc.*, 2015, I, 179 ss.; A. PICCIAU, *Legittimità della rinuncia preventiva al diritto di recedere dai patti parasociali in caso di OPA*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber discipulorum*, Milano, 2011, 525 *et passim* (ove, peraltro, l'autore modifica l'opposta opinione precedentemente sostenuta nel suo Commento all'Art. 123, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, a cura di P. Marchetti - L.A. Bianchi, I, artt. 91-135, Milano, 1999, 895 ss.). Nell'unica occasione in cui l'A.G.O. ha affrontato (sia pur solo in sede cautelare) il tema della spettanza del recesso in presenza di un'OPA volontaria totalitaria, il giudice adito non ha in realtà preso univoca posizione sul tema, avendo adottato una soluzione tanto aperta quanto estemporanea (cfr. ordinanza del Tribunale delle Imprese di Firenze del 3 giugno 2014 integralmente riportata e ampiamente commentata da L. CALVOSA - A. PIRAS, *ivi*, 174 ss.).

⁽⁴⁾ Cfr., *ex multis*, G. MEO, *Modifiche di patti parasociali, tutela delle minoranze e OPA obbligatoria*, *Giur. comm.*, 2005, I, 603; M. TOLA, *OPA e tutela delle minoranze*, Napoli, 2008, 225; G. SANTONI, *Art. 123. Durata dei patti e diritto di recesso*, in *Testo Unico della finanza*, diretto da G.F. Campobasso, **, Torino, 2002, 1011; P. FIORIO, *I patti parasociali*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, diretto da G. Cottino - G. Bonfante - O. Cagnasso - P. Montalenti, Bologna, 2009, 91 ss.. *Contra*, in particolare: G. OPPO, *Patti parasociali: ancora una svolta legislativa*, *Riv. dir. civ.*, 1998, II, 226, ove l'autore osserva che la libertà di recesso *ex art. 123 TUF* non appare rispettosa dell'autonomia privata, sicché dovrebbe comunque ritenersi consentita la deroga pattizia alla disciplina di legge. Egualmente, A. PICCIAU, *Legittimità della rinuncia preventiva al diritto di recedere dai patti parasociali* (nt. 3), 536, secondo cui il diritto di recesso proteggerebbe l'interesse individuale del singolo pattista e non già un interesse generale ed inderogabile, con la conseguenza che il diritto sarebbe disponibile.

2. Come è noto, il diritto di recesso, *ex art.* 123, terzo comma, del TUF preesiste — e si sovrappone — alla regola (opzionale) di neutralizzazione ⁽⁵⁾ contenuta nell'articolo 11 della Direttiva OPA, secondo cui, in presenza di un'offerta pubblica di acquisto o scambio, non si applicano le restrizioni, statutarie o contrattuali, al trasferimento o al diritto di voto dei titoli oggetto dell'offerta. La preesistenza del diritto (nazionale) di recesso rispetto alla regola (comunitaria) di neutralizzazione, ovviamente, non è casuale, ma, al contrario, si iscrive nel disegno di modernizzazione del mercato finanziario perseguito dal legislatore del TUF nel 1998, cui si deve indubbiamente, tra i tanti meriti, anche quello di aver legittimato la realtà del parasociale, rendendola però trasparente, da un lato, e contenendone gli effetti potenzialmente più distorsivi, dall'altro lato. In questo senso, se la volontà di fondo era quella di depotenziare lo strumento dei patti parasociali su cui, quanto meno nella percezione comune, il capitalismo italiano si fondava ⁽⁶⁾, il limite di durata triennale e il diritto di recesso in presenza di un'OPA hanno in effetti consentito di raggiungere l'obiettivo senza stravolgere l'assetto tradizionale del nostro mercato. Essendo questa la genesi della norma, non è difficile rinvenirne la *ratio* nella *finalità di favorire la mobilità degli assetti proprietari e la contendibilità del controllo societario*. È infatti evidente che, consentendo a chi abbia vincolato la propria partecipazione in patti di sindacato di sciogliersene in presenza di un'offerta totalitaria, società altrimenti sottratte al mercato del controllo divengono (almeno in teoria) liberamente contendibili. È pur vero che, come alcuni hanno sottolineato e come frequentemente accade per le norme in materia di OPA, le finalità perseguite

⁽⁵⁾ F.M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e scambio*, Torino, 2014, 111, osserva che la direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 (la "Direttiva OPA") « neutralizza, ma non vieta, le clausole statutarie e i patti parasociali in grado di ostacolare la riuscita di un'OPA, seguendo un modello previsto per la prima volta dal diritto italiano sulle società privatizzate [cfr. l'art. 3, comma 3, della legge n. 474/1994; n.d.e.] ». Tuttavia, il legislatore italiano, come del resto è accaduto nella quasi totalità degli Stati membri, ha reso facoltativa la regola di neutralizzazione della direttiva, rimettendone l'eventuale adozione, in sede statutaria, alle singole società emittenti, ma facendo comunque salva l'applicazione del (per l'appunto preesistente) art. 123, comma 3, TUF (cfr. art. 104 *bis*, comma 1, TUF).

⁽⁶⁾ Peraltro, la *percezione* della centralità dei patti parasociali nel controllo delle società quotate era probabilmente più legata alle vicende che hanno riguardato un ristretto numero di società strategiche per il Paese che non all'incidenza quantitativa dei patti quale strumento di controllo. A ben vedere, infatti, già nel 1998 su un totale di 216 società quotate, solo 28 (che rappresentavano l'8,3% del *market cap*) erano controllate tramite un patto parasociale, a fronte di 122 controllate di diritto (31,2% del *market cap*) e di 33 (21,8% del *market cap*) controllate di fatto. La concentrazione proprietaria del mercato era dunque — e tutt'oggi rimane — più legata al possesso azionario individuale o familiare che non al fenomeno del parasociale in senso stretto — cfr. *Rapporto 2020 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, a cura della Consob, reperibile all'indirizzo: <https://www.consob.it/documents/46180/46181/reg2020.pdf/023c1d9b-ac8b-49a8-b650-3a4ca2aca53a>, 13.

dal legislatore con l'art. 123, comma terzo, del TUF, sono più d'una ⁽⁷⁾ ma è indubbio che la *ratio* prevalente, quella cioè su cui l'interprete può fare affidamento per la soluzione dei problemi che la lettera della norma non disvela direttamente, resta scolpita nella volontà del legislatore di rimuovere il vincolo del parasociale, percepito come il principale ostacolo alla contendibilità del controllo societario sul mercato italiano, a beneficio dell'OPA (nella sua duplice declinazione volontaria e obbligatoria) quale strumento principe per favorire la mobilità degli assetti proprietari in un contesto di trasparenza e parità di trattamento ⁽⁸⁾. L'applicazione della norma non può tuttavia prescindere dal suo articolato costruito letterale: il recesso previsto dall'art. 123, comma terzo, del TUF si fonda, infatti, su di un preciso rapporto di *mezzo a fine*, non solo in astratto (quale strumento volto ad accrescere la contendibilità del controllo sul mercato italiano in via generale), ma anche e soprattutto in concreto (essendo l'efficacia del recesso subordinata all'effettiva sua utilità nel contesto di una specifica operazione).

Non è dunque consentito utilizzare il recesso in presenza di un'offerta totalitaria (o preventiva parziale *ex art. 107 del TUF*) per coltivare uno scopo "egoistico" (*liberarsi di un vincolo non più gradito, approfittando dell'occasione offerta dall'OPA*) né è sufficiente aver aderito all'offerta; il recesso è infatti legittimo in quanto finalizzato all'adesione, ma diviene efficace solo laddove l'offerta vada in porto e ne consegua l'effettivo trasferimento all'offerente delle azioni del recedente. Il legislatore, nel soppesare le opposte esigenze della salvezza di accordi liberamente stipulati tra privati, da un lato,

(7) Come osserva A. TUCCI, *Gli assetti proprietari delle società quotate*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. Cera - G. Presti, **, Bologna, 2020, 1602, « il legislatore del Testo Unico si è preoccupato di disciplinare i patti parasociali soprattutto in una prospettiva di tutela dei mercati finanziari in termini di trasparenza e contendibilità degli assetti di controllo delle società quotate. La norma sul diritto di recesso, dunque, non tutela soltanto l'interesse (...) del singolo socio ad alienare la partecipazione per aderire ad un'offerta economicamente vantaggiosa, ma anche — se non principalmente — quello, di mercato, alla contendibilità del controllo societario. Si è in presenza di un interesse di natura pubblicistica, come tale sottratto all'autonomia privata ».

(8) Questa è la chiave interpretativa ampiamente maggioritaria in dottrina; vedi, *ex multis*, L. CALVOSA - A. PIRAS (nt. 3), 187 *et passim*; M. SAGLIOCCA (nt. 3), 500; F.M. MUCCIARELLI (nt. 5), 112; L. D'AMBROSIO, *Artt. 102-112*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 609; R. LENER, *La Nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, II, 273; F. CHIAPPETTA, *I patti parasociali nel Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in questa *Rivista*, 1998, 1007; E. DESANA, *OPA e tecniche di difesa*, Milano, 2003, 283; P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, II, Padova, 2014, 152; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*¹⁰, Torino, 2012, 461; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*¹¹, Torino, 2013, 318. Così, espressamente, anche la Consob: « l'art. 123 (...), relativo alla durata dei patti e alla facoltà di recesso in caso di OPA, è chiaramente diretto a incrementare la contendibilità del controllo delle società quotate perseguendo in tal modo l'efficienza del mercato del controllo societario » — cfr. Comunicazione n. DIS/29486 del 18 aprile 2000.

e dell'interesse pubblico al buon funzionamento del mercato dei capitali dall'altro lato, ha indubbiamente privilegiato quest'ultimo profilo, ma, in un'ottica di equo temperamento, si è assicurato che il recesso divenga efficace solo nel momento in cui la sua utilità nel contesto dell'OPA sia concreta ed effettiva. Perché il recesso produca effetti, dunque, non è sufficiente che il recedente apporti le proprie azioni in OPA, ma è necessario che si perfezioni altresì il trasferimento delle azioni (« la dichiarazione di recesso non produce effetti se non si è perfezionato il trasferimento delle azioni » — art. 123, terzo comma, secondo periodo, del TUF).

Quindi, la compressione della libertà negoziale (conseguente alla possibilità di sciogliersi, *ex* art. 123, terzo comma, TUF, da vincoli contrattuali volontariamente assunti) interviene solo nel momento (e a condizione che) il recesso abbia raggiunto, in concreto, lo scopo per cui il legislatore lo ha approntato in via generale. Di converso, quando l'offerta dovesse concludersi con un nulla di fatto (ad esempio, per il mancato verificarsi delle condizioni sospensive cui l'efficacia di un'OPA volontaria dovesse essere subordinata) il *vulnus* alla libertà negoziale risulterebbe privo di giustificazione, sicché il legislatore ha previsto che, in tale evenienza, il recesso rimanga privo di effetti (*ab origine*).

3. Dalla riflessione che precede discende una prima, importante, conseguenza applicativa. Se il recesso è legittimo solo in quanto funzionale al conseguimento dell'obiettivo prefissato dal legislatore (ossia al trasferimento delle azioni all'offerente), ne deriva che *non* può esserci recesso *laddove offerente e recedente coincidano*. Poiché nessuno può vendere a sé stesso, è evidente che la norma presuppone l'*alterità* nei ruoli di offerente e recedente ⁽⁹⁾.

Non è dunque consentito *a chi intenda lanciare un'offerta* di liberarsi del vincolo parasociale che eventualmente glielo impedisca *sfruttando* la previsione dell'art. 123, comma terzo, del TUF. In altri termini, la norma ha un presupposto applicativo che consiste nell'*altruità* dell'offerta cui si intenda aderire. La lettera della norma, in questo senso, è di tenore inequivoco: lo scioglimento del vincolo contrattuale avente "forza di legge" tra le parti è ammesso a fronte della realizzazione dell'effetto traslativo della proprietà azionaria; e sotto il profilo soggettivo può avvalersene il solo trasferente. Il modello legale presenta dunque *elementi strutturali* ⁽¹⁰⁾ che non si att-

⁽⁹⁾ Così la Consob, sia pur incidentalmente, nella Comunicazione n. DEM/8093480 del 9 ottobre 2008: « [l'aderente al patto], in caso di OPA da parte di terzi, ha la possibilità garantita dall'art. 123 TUF di recedere senza preavviso e senza penali dal vincolo di blocco previsto nel patto per aderire all'offerta ».

⁽¹⁰⁾ Osserva A. PICCIAU, *Art. 123* (nt. 3), 918, che « la portata della norma è chiara; il legislatore salda il potere di recedere all'effettività del trasferimento della titolarità delle azioni a seguito dell'adesione all'offerta pubblica. (...) La forza vincolante del contratto parasociale,

gliano alla (diversa) ipotesi del recesso da parte di chi l'OPA intenda lanciarla; e che rimangono estranei al campo di applicazione diretto della norma (anche se dilatato sino a massima capacità espansiva in forza di un'interpretazione estensiva). Resterebbe a questo punto la suggestione di una applicazione analogica dell'art. 123 terzo comma del TUF per consentire il recesso a chi volesse sciogliersi dal patto per lanciare un'OPA ⁽¹¹⁾; ma, anche assumendo che vi sia, nelle due ipotesi, una effettiva identità di *ratio* ⁽¹²⁾, i limiti tecnici dell'analogia impediscono comunque di muoversi in questa direzione. La possibilità di ricorrere all'*analogia legis* appare infatti preclusa in ragione del fatto che l'art. 123, comma terzo, del TUF rappresenta evidentemente una deroga alla regola generale del mutuo consenso quale causa di scioglimento dei patti e rientra nel novero delle « *cause ammesse dalla legge* » di cui all'art. 1372 c.c., comma primo, ultimo alinea, costituendo a tutti gli effetti, *lex specialis* (come tale insuscettibile di applicazione analogica).

Una volta enucleato il principio, di ordine generale, per cui il diritto di recesso non compete a chi intenda sciogliersi da un patto parasociale per promuovere un'offerta totalitaria di acquisto o scambio, si tratta di declinarne l'applicazione rispetto alle differenti strutture societarie con cui l'OPA potrebbe essere attuata. Il promotore dell'offerta potrebbe infatti agire direttamente ovvero lanciare l'offerta a mezzo di una società controllata o ancora coinvolgere (od essere coinvolto da) terzi nell'operazione. In particolare, nell'ampio spettro delle possibili combinazioni, tre mi sembrano essere

insomma, cede solo di fronte all'effettivo mutamento della proprietà delle azioni. È il momento traslativo, quindi, che fonda e giustifica il recesso, cioè lo scioglimento dal contratto parasociale. Con altre parole si potrebbe dire che il trasferimento delle azioni costituisce l'antecedente logico del recesso ».

⁽¹¹⁾ Come noto, secondo la definizione data da A. TORRENTE - P. SCHLESINGER nell'omonimo *Manuale di Diritto Privato*²², Milano, 2015, 59, « il procedimento analogico consiste nell'applicare ad un caso *non regolato* (in quanto per esso non si è trovata alcuna norma che lo contempli, neppure ricorrendo ad una applicazione estensiva della portata della norma che regoli la fattispecie più prossima a quella da decidere) una norma *non scritta* desunta da una norma scritta, la quale, però, è dettata per regolare un caso diverso, sebbene « simile » a quello da decidere ».

⁽¹²⁾ La *ratio* della contendibilità è tanto pervasiva quanto generica, sicché la sua stessa valenza in termini di chiave interpretativa della norma non deve essere enfatizzata oltre misura. Basti pensare che l'*utilità* del recesso quale strumento per favorire la contendibilità del controllo è *pressoché nulla in caso di OPA obbligatoria* (che pure è l'ipotesi paradigmatica contemplata dall'art. 123, comma terzo, del TUF). Come è noto, infatti, l'obbligo di OPA scatta al superamento di una soglia presuntiva del controllo; ora, tenuto conto della concentrazione degli assetti proprietari sul mercato italiano e della tendenziale irrilevanza quantitativa di patti parasociali non di controllo (cfr. *Rapporto 2020 sulla corporate governance delle società quotate italiane* (nt. 6)), è evidente che il lancio di un'OPA obbligatoria consegue ad un trasferimento del controllo già intervenuto (tanto più che in presenza di un socio o più soci che abbiano il controllo della società, il superamento della soglia OPA *non* comporta obbligo di offerta *ex art.* 104, comma quinto, del TUF).

le ipotesi principali su cui è utile soffermarsi: (i) l'OPA viene lanciata da una società controllata dall'aderente al patto; (ii) l'aderente al patto è (o diviene) azionista di minoranza in una società, controllata da terzi, che lancia l'OPA; (iii) l'OPA viene lanciata da una società congiuntamente controllata dall'aderente al patto e da un terzo (come è avvenuto, in concreto, nel caso di cui si è fatto cenno in premessa ⁽¹³⁾).

Nella prima delle tre ipotesi, l'alterità nei ruoli dell'offerente e del recedente è salvaguardata sul piano formale, ma non certo su quello sostanziale; è infatti indubbio che — soprattutto nel contesto di una disciplina, quale quella dell'OPA, che, tramite la fattispecie del concerto endosocietario ⁽¹⁴⁾, considera unitariamente controllata e controllante proprio al fine di evitare facili elusioni — non sia possibile considerare la posizione della società controllata come separata da quella della controllante. Non è l'autonomia giuridica delle due persone ad essere messa in dubbio, ma è l'imputazione di un comportamento della società controllata alla controllante al fine di evitare che ciò che sarebbe proibito direttamente divenga possibile indirettamente. Mi pare quindi che, laddove si condivida l'assunto per cui il diritto di recesso presuppone l'*altruità* dell'offerta, un aderente al patto non possa sciogliersene al fine di lanciare un'offerta *né agendo in prima persona né "delegando" il lancio dell'offerta ad una propria controllata*. Ben diverso è invece il caso in cui l'aderente al patto sia semplicemente uno degli azionisti — non di controllo — del promotore dell'OPA (o semmai ne divenga socio proprio nel contesto dell'operazione, reinvestendo parte dei proventi ricavati dall'adesione all'offerta secondo uno schema che frequentemente si riscontra sul nostro mercato ⁽¹⁵⁾). Qualora, infatti, l'offerente fosse controllato da soggetti terzi (o, al limite, non fosse sottoposto al controllo di chicchessia), la sua terzietà e, di conseguenza, la genuina *altruità* dell'offerta sarebbero incontrovertibili sia sul piano formale sia sul piano sostanziale, non essendo certo possibile, in questo caso, riferire l'operazione alla volontà di chi, nell'offerente, rivesta solo un ruolo minoritario, come tale privo di particolari poteri decisionali o di indirizzo.

Più articolata mi sembra, infine, l'analisi del caso in cui un azionista della *target* sia parte di un patto parasociale ad essa relativo e, al tempo stesso, eserciti controllo congiunto sull'offerente. È vero che l'orientamento

⁽¹³⁾ Cfr. nt. 2.

⁽¹⁴⁾ Come è noto, ai sensi dell'art. 101 *bis*, comma quattro *bis*, del TUF « sono, in ogni caso, persone che agiscono di concerto (...) un soggetto, il suo controllante e le società da esso controllate »; con il principale effetto che, ex art. 109, primo comma, del TUF, per determinare l'eventuale superamento delle soglie cui la legge ricollega l'obbligo di OPA, si guarda alla partecipazione aggregata posseduta da un soggetto e dalle sue controllate. Ed ancora, l'art. 105, secondo comma, del TUF aggrega al medesimo fine le partecipazioni possedute anche indirettamente per il tramite di fiduciari o interposta persona.

⁽¹⁵⁾ In argomento, cfr. A. TRISCORNIA, *OPA: reinvestimento del venditore e parità di trattamento*, in questa *Rivista*, 2017, 435.

a tutt'oggi prevalente ⁽¹⁶⁾ tende a negare ogni rilievo alla dimensione collettiva nella tassonomia del controllo dettata dall'art. 93 del TUF, sicché, nel caso ipotizzato, mancherebbe una relazione di controllo, *stricto sensu*, tra chi receda dal patto parasociale e l'offerente. Tuttavia, da un lato, non sono

(16) Cfr. M. MIOLA, *Art. 93*, in *Testo Unico della Finanza*, diretto da G.F. Campobasso, **, Torino, 2002, 775; C. PASQUARIELLO, *Art. 93*, in *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, I, Torino, 2012, 879; P. MARCHETTI, *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in questa *Rivista*, 1992, I; G. MUCCIARELLI, *Art. 93*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, a cura di P. Marchetti - L.A. Bianchi, I, artt. 91-135, Milano, 1999, 55; con riferimento all'analoga disposizione del d.lgs. 127/91, cfr. G. SBISA, *Società e imprese controllate nel d.l. 9 aprile 1991 n. 127*, in questa *Rivista*, 1992, 925; egualmente la Consob: « l'art. 93 del Testo Unico, nell'ampliare rispetto all'articolo 2359 del codice civile le ipotesi in cui sussiste un rapporto di controllo, prevede comunque che, ove un socio eserciti un'influenza dominante in base ad accordi con altri soci, si possa considerare controllata la società nella quale tale influenza è esercitata sulla base della circostanza che lo stesso socio disponga da solo dei voti necessari a deliberare nell'assemblea ordinaria. In altre parole, la vigente normativa, richiedendo che l'influenza dominante sia esercitata singolarmente da un unico azionista, non considera ipotesi di controllo congiunto » — Comunicazione Consob DEM/99030771 del 22 aprile 1999. Anche se le sempre più frequenti "incursioni" del controllo congiunto in ambito societario hanno indubbiamente aperto una breccia nel dogma del controllo solitario; si veda ad esempio il Testo Unico sulle società a partecipazione pubblica, adottato con d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175, che, pur senza dettarne una definizione e con finalità solo settoriale, allarga la nozione del controllo al fenomeno collettivo con « una scelta legislativa che si ricollega (...) all'evoluzione del concetto di controllo, dopo la riforma delle società, e in particolare alla tesi della riconducibilità alla sfera dell'art. 2359 c.c. anche del c.d. controllo congiunto. Con l'introduzione dell'art. 2341 bis, comma 1, c.c., che legittima anche nelle società chiuse i patti parasociali che, al fine di stabilizzare il governo delle società hanno per oggetto per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante e degli artt. 2497 ss. c.c. sull'attività di direzione e coordinamento, che prevede forme di eterodirezione condivisa basate cioè su patti parasociali o contratti di coordinamento, nonché in ragione di varie altre considerazioni inerenti all'attuazione nell'ordinamento interno delle Direttive 92/101/CEE e 2012/30/UE, può ritenersi superata la tesi della configurazione necessariamente solitaria del controllo » — cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, *Studio n. 228-2017/I, Considerazioni in tema di controllo, controllo congiunto e controllo analogo nella disciplina del TUSP*, 3. Da sempre, invece, favorevoli ad una interpretazione dell'art. 2359 cod. civ. estesa al controllo congiunto, V. CARIELLO: « ritengo che, guardando alla fattispecie del controllo c.d. di fatto, il vigente art. 2359, 1° comma, c.c. possa e debba essere interpretato nel senso di una sua applicazione a ogni riscontrata effettiva situazione nella quale, in forza di poteri diritti fatti e/o circostanze, un socio o più soci congiuntamente risulti/risultino titolare/i di un potere di concretamente determinare (orientando, condizionando, influenzando i relativi processi ed esiti decisionali: nel senso di potere di coagulare il consenso) le scelte gestionali della società, goda/no ovvero meno egli/essi di un'influenza dominante c.d. di fatto sull'assemblea ordinaria », in *Tra non controllo e controllo: sul mimetismo e sull'occultamento del controllo c.d. di fatto*, *Riv. dir. soc.*, 2017, 34 (cfr. anche i suoi precedenti scritti "Controllo congiunto" e accordi parasociali, Milano, 1997 e *Dal controllo congiunto all'attività congiunta di direzione e coordinamento*, in questa *Rivista*, 2007, 1 e ss.); e M. LAMANDINI, *Art. 2359*, in *Le società per azioni. Codice civile e leggi complementari*, diretto da P. Abbadessa - G.B. Portale, a cura di M. Campobasso - V. Cariello - U. Tombari, Milano, 2016, I, 751 ss. (così come, in precedenza, *Il "controllo". Nozione e "tipo" nella legislazione economica*, Milano, 1995, 106 ss., nonché *Appunti in tema di controllo congiunto*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 230.

infrequenti, nel TUF e nel Regolamento Emittenti — e tanto più nella materia dell'OPA ⁽¹⁷⁾ —, le disposizioni che, in realtà, evocano esplicitamente forme di controllo plurisoggettive; dall'altro lato, il controllo congiunto si sostanzia proprio nella capacità di determinare, sia pure con il concorso di altri soci, le decisioni strategiche dell'ente controllato. Che una situazione di controllo congiunto possa almeno potenzialmente “minare” la terzietà di chi eserciti il recesso rispetto a chi promuova l'offerta è evidente; si tratterà allora di verificare, caso per caso, se il recedente eserciti un ruolo prevalente o meno nel contesto dell'operazione. Potranno a tal fine essere utili indici relativi sia alla ripartizione, tra i soci dell'offerente, dei mezzi finanziari necessari per l'operazione (perché ovviamente se il *funding* dell'OPA fosse prevalentemente a carico del recedente, il requisito della terzietà risulterebbe ovviamente compromesso; laddove, al contrario, se la quota del recedente fosse minoritaria, il suo ruolo perderebbe ovviamente di centralità) sia all'intensità del controllo congiunto che ricorra nella fattispecie (in funzione dell'estensione dei poteri di *governance* di cui il recedente benefici in seno all'offerente).

4. La circostanza che il recesso sia legittimo soltanto in quanto funzionale al trasferimento delle azioni del recedente all'offerente determina un'ulteriore conseguenza applicativa per il caso in cui il patto parasociale sia relativo non alla società quotata direttamente ma alla sua (eventuale) controllante. È noto, infatti, che i patti rilevanti *ex art.* 122 del TUF comprendono gli accordi (di voto, blocco o altra natura secondo la tipologia contemplata dalla norma) sia relativi alle società quotate sia relativi alle società (anche non quotate) che controllino le prime. Ora, la formulazione dell'art. 123, terzo comma, del TUF non distingue tra le due fattispecie, posto che richiama genericamente l'articolo 122 (« gli azionisti che intendano aderire ad un offerta pubblica di acquisto o scambio (...) possono recedere senza preavviso dai patti indicati nell'articolo 122 »), ma ciò non significa ovviamente che il diritto di recesso trovi automaticamente applicazione nel caso di un patto indiretto (ossia di un accordo parasociale relativo ad una società che controlli una quotata a valle).

In effetti, come si è visto in precedenza, il recesso è proceduralmente vincolato ad un obiettivo intermedio (*ossia l'adesione all'offerta*) e si perfeziona solo se (e nel momento in cui) l'obiettivo ultimo cui è preordinato (*vale a dire il trasferimento delle azioni all'offerente*) si realizza. La possibilità di recedere da un patto indiretto si avrà pertanto *solo* nei casi in cui l'accordo in questione contenga meccanismi idonei ad attribuire al recedente, ad esito

⁽¹⁷⁾ Basti pensare alla materia del concerto, fattispecie che si concretizza, tra l'altro, tra gli aderenti ad un patto parasociale avente « per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di una influenza dominante » su di una società quotata (cfr. il combinato disposto degli artt. 101 *bis*, comma 4 *bis*, lett. *a*) e 122, quinto comma, lett. *d*), TUF.

dell'esercizio del diritto di recesso, la (diretta) titolarità della sua quota indiretta di partecipazione alla quotata. In assenza, dunque, di meccanismi convenzionali che garantiscano che laddove un socio si sciolga dal patto il recesso operi anche sul piano societario o comunque reale (con attribuzione in natura o cessione in altra forma al recedente delle azioni possedute in trasparenza nella quotata), l'art. 123, terzo comma, del TUF non potrà trovare applicazione. Peraltro, perché il recesso possa operare, sarà altresì necessario che il meccanismo di attribuzione delle azioni della quotata preveda tempistiche e modalità tali da garantire che le azioni pervengano al recedente in tempo utile per apportarle all'OPA ⁽¹⁸⁾.

5. Un'ulteriore peculiarità applicativa del diritto di recesso è conseguenza della scelta legislativa, compiuta nel 2007, di inserimento nel "catalogo" degli accordi rilevanti *ex art. 122* del TUF di due nuove tipologie, ossia i patti « volti a favorire o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, ivi inclusi gli impegni a non aderire ad un'offerta » ⁽¹⁹⁾. Prima della modifica legislativa si era ampiamente discusso della natura dei patti di apporto (o accordi di adesione all'offerta che dir si voglia), con le opposte opinioni di chi ne negava l'assimilazione al parasociale (*facendo leva sulla loro intrinseca funzione, in effetti estranea alla finalità di stabilizzazione del governo societario e degli assetti azionari tipici dei patti parasociali*) e di chi, invece, li riconduceva nell'alveo dell'art. 122 del TUF (*in ragione della loro idoneità ad incidere comunque sulla formazione di un nuovo assetto azionario*) ⁽²⁰⁾. Avendo il legislatore espressamente optato per quest'ultimo orientamento, ogni dubbio sul loro assoggettamento alla complessiva disciplina degli accordi parasociali ⁽²¹⁾ è stato da tempo fugato in radice. Tuttavia, rispetto agli *effetti* che l'ordinamento ricollega al riconoscimento della natura parasociale di un accordo su una quotata, resta nei fatti confermata la sostanziale estraneità dei patti di apporto alla *ratio* degli articoli 122 e 123 del TUF. Ora, quattro sono gli elementi caratterizzanti della disciplina: obbligo di pubblicità (a pena di nullità), limite triennale di durata, presunzione di concerto in sede OPA e diritto di recesso. Ebbene, di tali elementi, il primo, ossia *l'obbligo di pubblicità*, sarebbe comunque di per sé assolto nel contesto della documentazione dell'offerta (sicché la trasparenza degli accordi di adesione all'OPA

⁽¹⁸⁾ Con tutte le complessità che una simile ipotesi comporta; cfr., proprio sul punto, Comunicazione Consob (nt. 9).

⁽¹⁹⁾ Cfr. lett. *d bis*) aggiunta all'art. 122 ai sensi dell'art. 4 del d. lgs. n. 229 del 19 novembre 2007.

⁽²⁰⁾ Per un'ampia ricostruzione del dibattito, cfr. A. BOVE, *Articolo 122*, in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino, 2010, 234 ss..

⁽²¹⁾ Con l'unica eccezione per cui ai patti di appoggio od opposizione all'OPA non si applica la presunzione di concerto dettata, per tutte le altre tipologie parasociali, dall'art. 101 *bis*, comma quattro *bis*, del TUF.

verrebbe garantita anche laddove essi non ricadessero nell'elenco dell'art. 122 del TUF ⁽²²⁾); il secondo, *il limite triennale di durata*, è ontologicamente inconferente per i patti di apporto, essendo la durata di un impegno di adesione necessariamente commisurata a quella, non superiore complessivamente a qualche mese, del periodo di offerta; quanto, infine, alla *presunzione di concerto*, la sua applicazione agli accordi di adesione all'OPA è, come già si è ricordato, esclusa *ex lege* ⁽²³⁾.

L'unico residuo effetto parrebbe, dunque, essere quello del diritto di recesso, ma, in realtà, anche in questo caso l'effettiva applicabilità dell'art. 123, terzo comma, del TUF è solo apparente ⁽²⁴⁾ (o meglio, va contestualizzata). Prescindendo per un istante dal (diverso) tema del recesso da un patto di apporto nel caso in cui si appalesi un'offerta concorrente di quella cui ci si sia impegnati ad aderire, è evidente che, in assenza, per l'appunto, di offerte

⁽²²⁾ La sezione H dello schema di documento d'offerta (*Eventuali accordi e operazioni tra l'offerente, i soggetti che agiscono di concerto con esso e l'emittente o gli azionisti rilevanti o i componenti degli organi di amministrazione e controllo del medesimo emittente*) richiede in H.2 l'indicazione degli accordi concernenti l'esercizio del diritto di voto, ovvero il trasferimento delle azioni e di altri strumenti finanziari. Cfr. https://www.consob.it/documents/46180/46181/all2_reg_1999_11971.pdf/c7d772e2-69ad-425a-8892-30f17c52fb1e, 18).

⁽²³⁾ Non a caso, anche nel sistema inglese dell'OPA, cui il modello italiano si è in larga misura ispirato, è escluso che la semplice sottoscrizione di un patto di apporto possa costituire azione di concerto: « a person will not normally be treated as acting in concert with an offeror or target company by reason only of giving an irrevocable commitment, but Note 9 to the Code definition of acting in concert states that the Panel will consider the position of such a person in order to determine whether he is acting in concert if either: 1. the terms of the irrevocable commitment give the offeror or target company either the right (whether conditional or absolute) to exercise or direct the exercise of the voting rights attaching to the shares or general control of them; or 2. the person acquires an interest in more shares. (...) Further guidance from the Panel in Practice Statement No.22 indicates that the Panel is of the view that, although the precise wording of a voting undertaking contained in an irrevocable commitment to accept an offer may vary, it would generally comprise an undertaking to vote the relevant shares in accordance with the instructions of the offeror in the context of both resolutions required to implement the offer and resolutions which, if passed, might result in a condition of its offer not being fulfilled or might frustrate the offer in some other way » — *A Practitioner's Guide to The City Code on Takeovers and Mergers*²⁹, Londra, 2017, 96. La circostanza mostra come in effetti i patti di apporto restino una figura di confine, in cui nella generalità dei casi prevale la finalità del mero trasferimento azionario, con la possibilità tuttavia che in situazioni specifiche possano innestarsi pattuizioni ulteriori (queste sì, talora, di natura parasociale).

⁽²⁴⁾ Cfr. F. SUDIERO, *Art. 123*, in *Commentario Breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da V. Calandra Buonauro, Milano, 2020, 934: « considerato che la lett. *d bis*) dell'art. 122 è stata aggiunta, in attuazione della dir. 2004/25/CE, dal d.lgs. n. 229/2007, sorge il dubbio che detta disposizione soffra di un difetto di coordinamento con l'art. 123, co. 3, poiché essa si riferisce tanto a patti volti a contrastare un'OPA quanto a patti volti a favorirla: se la scelta del legislatore di concedere l'esercizio del diritto di recesso e di differire l'efficacia al trasferimento delle azioni del recedente risulta ragionevole in relazione a tutti i patti previsti dalle disposizioni preesistenti a quella della lett. *d bis*), la stessa scelta appare di difficile comprensione nel caso sia di patto volto a favorire un'OPA (dal momento che il socio certamente non recederebbe da un patto volto a favorire un'OPA per poi aderire alla stessa) sia di patto volto a contrastare un'OPA (perché così lo si renderebbe sostanzialmente un negozio totalmente effimero) ».

concorrenti, il recesso, in quanto finalizzato *ex lege* all'adesione ad un'offerta, quand'anche venisse esercitato produrrebbe i suoi effetti soltanto laddove il recedente, nel rispetto di quanto previsto dalla norma, aderisse poi all'offerta in questione (realizzando così esattamente lo scopo cui è destinato l'accordo che il recesso intenderebbe sciogliere). È dunque evidente che, rispetto ai patti d'apporto, il recesso è privo di ogni spazio di operatività *se non in presenza di offerte concorrenti*; ma anche in questo caso, la difficoltà di conciliare il diritto di recesso con gli impegni di adesione ad un'offerta resta confermata. Ora, due sono i (principali) scenari concretamente possibili: (i) l'offerta concorrente (totalitaria o preventiva parziale *ex art. 107 del TUF*) si appalesa prima che l'aderente al patto vi abbia dato esecuzione (e dunque prima che sia stata perfezionata l'adesione all'offerta oggetto dell'impegno di apporto); ovvero (ii) l'aderente al patto dà regolare esecuzione agli accordi, aderendo pertanto all'offerta, e, successivamente, viene promossa un'offerta concorrente.

Nel primo caso, l'attivazione del recesso previsto dall'art. 123, terzo comma, del TUF, rispecchierebbe perfettamente il costruito normativo, atteso che il recedente si scioglierebbe da un patto (considerato *ex lege* come) parasociale per aderire ad un'altra offerta di acquisto o scambio; e quand'anche il patto prevedesse, oltre all'obbligo di apporto, l'impegno a non aderire ad altra offerta, il recesso, come si è visto, travolgerebbe anche questo impegno (a condizione, ovviamente, che l'offerta concorrente fosse totalitaria o preventiva parziale *ex art. 107 del TUF*, perché, in caso contrario, il diritto al recesso non spetterebbe).

Nel secondo caso, invece, recedere dal patto di apporto, una volta che se ne sia data esecuzione con l'adesione all'offerta, sarebbe ovviamente un comportamento vano e del tutto privo di effetti. Tuttavia, la posizione di chi avesse aderito all'offerta in esecuzione di un patto di apporto non sarebbe, in realtà, diversa da quella di ogni altro aderente; infatti, pur essendo, a quel punto, ormai non più praticabile l'esercizio del diritto di recesso, troverebbe comunque applicazione l'art. 44, comma sette, primo periodo, del Regolamento Emittenti secondo cui: « dopo la pubblicazione di un'offerta concorrente o di un rilancio le adesioni alle altre offerte sono revocabili ». E anche ove il patto di apporto contemplasse un divieto di revoca dell'adesione, la pattuizione sarebbe comunque destinata a rimanere lettera morta, poiché il *diritto alla migrazione ad un'offerta concorrente* è irrinunciabile per le stesse identiche ragioni per cui si è ritenuto che non si possa rinunciare al diritto di recesso *ex art. 123, terzo comma, del TUF*; anzi, se si ritiene che il diritto di recesso *ex art. 123, primo comma, del TUF* sia irrinunciabile in una prospettiva di tutela della contendibilità degli assetti di controllo delle società quotate, ciò vale a maggior ragione nel contesto delle offerte concorrenti che

sono espressione paradigmatica della contesa di mercato ⁽²⁵⁾. Piuttosto, occorre interrogarsi sulla sussistenza del diritto di recesso da un patto di apporto, che preveda *anche* un divieto di revoca dell'adesione all'offerta "base", nel caso in cui l'(eventuale) offerta concorrente non sia totalitaria ⁽²⁶⁾. Di per sé, infatti, la revoca *ex art. 44*, comma sette, primo periodo, del Regolamento Emittenti non è soggetta a limitazioni, sicché, in assenza di previsioni pattizie, chi avesse aderito ad un'offerta potrebbe, al lancio di un'offerta concorrente, revocare liberamente la propria adesione alla prima offerta per aderire alla nuova anche nel caso in cui quest'ultima non fosse totalitaria. Non solo: secondo l'indirizzo interpretativo prevalente ⁽²⁷⁾ la revoca non postula neppure la necessità dell'adesione alla nuova offerta. In altri termini, in presenza di un'offerta concorrente, chi abbia aderito all'OPA per prima proposta, potrà revocare la propria adesione *sia* per aderire alla nuova offerta *sia eventualmente* per non aderire ad alcuna OPA.

Ora, la sottoscrizione di un patto di apporto può parzialmente limitare questa libertà di manovra: qualora, infatti, il patto preveda l'obbligo di apporto ad una delle offerte e l'impegno a non revocare l'adesione (una volta effettuato l'apporto) qualora venga promossa un'offerta concorrente, quest'ultima pattuizione sarebbe pur sempre riconducibile ad un *impegno a non aderire ad un'offerta* secondo la matrice dell'art. 122, quinto comma, lett. *d bis*) del TUF. L'impegno sarebbe dunque di per sé astrattamente valido, ma l'obbligato potrebbe sciogliersene alle condizioni previste dall'art. 123, terzo comma, del TUF: quindi, solo per aderire ad altra offerta totalitaria (o preventiva *ex art. 107* del TUF). Rimarrebbe invece preclusa, in questo caso,

⁽²⁵⁾ Da più parti si è sottolineato che "la regolamentazione delle OPA concorrenti è cruciale per l'assetto complessivo del mercato del controllo societario" — così F.M. MUCCIARELLI, *Le modifiche al Reg. Emittenti in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio*, in *Nuove leggi civ.*, 2012, 251. Analogamente, R. WEIGMANN, *Le Offerte Pubbliche di Acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo - G.B. Portale, 10^{**}, Torino, 1993, 548; e P. BENOZZO, *Le OPA volontarie*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. Cera - G. Presti, ^{**}, Bologna, 2020, 1377. La centralità delle offerte concorrenti in un'ottica di mercato è del resto espressamente riconosciuta dal regolatore francese: « En vue d'un déroulement ordonné des opérations au mieux des intérêts des investisseurs et du marché, toutes les personnes concernées par une offre doivent respecter le libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des personnes concernées par l'offre, de transparence et d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions et la compétition » — art. 231-3 del *Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers*.

⁽²⁶⁾ Un caso di offerte concorrenti, l'una totalitaria e l'altra parziale, si è verificato in concreto nella contesa su Alerion S.p.A. nel corso del 2016 — cfr. <https://www.consob.it/web/area-pubblica/documenti-opa?v=v&hits=472&viewres=1&search=1&firstres=50&resultmethod=bollettino&queryid=opa&maxres=1000>.

⁽²⁷⁾ Così R. WEIGMANN (nt. 25), 546; F.M. MUCCIARELLI (nt. 25), 253; M. LAMANDINI, *Art. 103*, in *Testo Unico della Finanza*, diretto da G.F. Campobasso, ^{**}, Torino, 2002, 884; A. MORELLO, *Il procedimento di offerta*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. Stella Richter jr, Torino, 2011, 78.

la facoltà di revocare l'adesione per aderire ad un'offerta concorrente solo parziale o per non aderire ad alcuna offerta.

6. Il diritto di recesso dai patti di apporto deve peraltro essere analizzato anche sotto un'ulteriore e diversa prospettiva. Sono infatti statisticamente numerose, sul mercato italiano ⁽²⁸⁾, le offerte pubbliche di acquisto volontarie promosse da soggetti che agiscono di concerto tra loro; ebbene, accade di frequente, in questi casi, che uno o più dei concertisti già detengano partecipazioni nella *target* e si impegnino pertanto, nel contesto dell'operazione, ad apportarle all'offerta di cui si rendono co-promotori. qualora sopravvenga un'offerta concorrente, si tratta dunque di capire se chi abbia promosso, di concerto con altri, l'offerta primogenita, *possa svincolarsi dagli accordi* con i propri "compagni di viaggio" per aderire alla nuova offerta, apportandovi le proprie azioni.

La risposta all'interrogativo è, in effetti, meno agevole di quanto possa apparire in prima battuta; e tra l'altro il tema richiede una immediata precisazione perché gli accordi tra i promotori che disciplinano l'organizzazione e lo svolgimento dell'offerta hanno un contenuto complesso che normalmente non si esaurisce negli impegni di apporto. Tipicamente, infatti, la struttura contrattuale che accompagna queste operazioni ⁽²⁹⁾ si articola in pattuizioni (i) *ante offerta* (impegno a lanciare congiuntamente l'OPA, tendenzialmente attraverso un veicolo societario comune, e correlati obblighi di *funding*); (ii) *pendente l'offerta* (gestione congiunta dell'offerta ed impegni di apporto delle azioni eventualmente già possedute); (iii) ed infine *post offerta* (regole parasociali in senso proprio per la gestione della *governance* e degli assetti proprietari della *target* e del veicolo comune che la controlla).

Ora, sebbene nella prassi ⁽³⁰⁾ sia ormai invalso l'uso di sottoporre gli

⁽²⁸⁾ Solo nell'ultimo triennio, oltre all'OPA su Sicit Group S.p.A. da cui questo articolo ha preso le mosse, vedi, tra le altre, le offerte su Molmed S.p.A. (2020), Italiaonline S.p.A. (2019), Yoox (2018) e CAD IT S.p.A. (2018).

⁽²⁹⁾ A prescindere dal fatto che la struttura contrattuale si esaurisca in un unico documento o sia invece suddivisa in più separati accordi. Nella prassi, coesistono infatti frequentemente un accordo di co-investimento (volto a regolare le prime due fasi dell'operazione) e un separato patto parasociale destinato a divenire efficace al suo perfezionamento; cfr., ad esempio, proprio in questi termini, la documentazione contrattuale dell'operazione su Sicit Group S.p.A. ampiamente descritta nella sezione K.2.2 del documento di offerta.

⁽³⁰⁾ Cfr., ad esempio, nelle offerte su: I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.p.A. (2020) — <https://ima.it/wp-content/uploads/2020/11/Project-May-Informazioni-Essenziali-Patto-Parasociale-clean.pdf>; EI Towers S.p.A. (2018) — <https://www.eitowers.it/wp-content/uploads/Archivio/Archivio%20Opa/OPA%20su%20azioni%20EI%20Towers%20promossa%20da%20i%20Towers/Documenti/Versione%20aggiornata%20informazioni%20essenziali%20Accordo%20Quadro.pdf>; Engineering - Ingegneria Informatica S.p.A. (2016) https://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/documenti/Patti_parasociali/revocate/engineering.htm?hkeywords=&docid=0&page=0&hits=101&nav=false; e Pirelli & C. S.p.A. (2015) - <https://www.pirelli.com/mediaObject/corporate/documents/common/investors/opa>

accordi di co-investimento (anche qualora disciplinino unicamente il lancio dell'OPA, la sua gestione ed il relativo *funding*) al regime di pubblicità dettato per i patti parasociali, è quanto meno dubbio che pattuizioni esclusivamente funzionali al lancio di un'offerta integrino, tecnicamente, una delle fattispecie previste dall'art. 122 del TUF ⁽³¹⁾. C'è, in effetti, consapevolezza della tendenziale estraneità di queste pattuizioni alla categoria del parasociale in senso proprio ⁽³²⁾, ma la genericità con cui l'art. 122 del TUF è formulato, da un lato, e le conseguenze sul piano giuridico dell'eventuale omessa pubblicità, dall'altro lato, spiegano compiutamente la scelta (prudenziale) di sottoporre comunque gli accordi di co-investimento al regime pubblicitario previsto dall'art. 122 del TUF. Sarei pertanto cauto nel far discendere, da questa prassi, indicazioni interpretative utili a risolvere il quesito sulla possibilità che uno dei promotori dell'offerta si sciolga dall'accordo di co-investimento per aderire ad una eventuale offerta concorrente. Prescindendo, per un istante, dall'interrogativo — connesso, ma più complesso sul piano ermeneutico — della recedibilità dell'impegno di apporto all'offerta delle azioni possedute da uno degli offerenti di concerto, due sono, infatti, gli argomenti (concorrenti) che militano a favore dell'*insussistenza del diritto di recesso*, ex art. 123, terzo comma, del TUF, da un accordo di co-investimento (che si limiti a disciplinare il lancio e la gestione dell'OPA) per aderire ad un'offerta concorrente: (i) per un verso, pattuizioni di questa natura sono, per l'appunto, sostanzialmente estranee alle tipologie parasociali elencate dall'art. 122 del TUF; (ii) per altro verso, il presupposto indefettibile di ogni offerta pubblica di acquisto, sancito dall'art. 103, primo comma, del TUF, è la sua *irrevocabilità* ⁽³³⁾, sicché riesce difficile concepire un diritto di recesso tale per cui uno dei promotori dell'offerta possa sciogliersi dalla regolamentazione pattizia a base dell'offerta, pur rimanendo solidalmente obbligato con i co-offerenti/concertisti nei confronti del mer-

/MarcoPolo_OPA_Pirelli_Documento_di_Offerta_ITA/original/MarcoPolo_OPA_Pirelli_Documento_di_Offerta_ITA.pdf.

⁽³¹⁾ Nel senso che « un accordo di co-investimento propedeutico al lancio di un'offerta non integr[a], di per sé, un patto parasociale », cfr. A. TRISCORNIA, *OPA obbligatoria: la presunzione di concerto per patto parasociale è ancora assoluta?*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 500. Analogamente, P. SERSALE, *Articolo 109*, in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino, 2010, 191; nonché, F.M. MUCCIARELLI, *Art. 109*, in *Commentario T.U.F.*, II, a cura di F. Vella, Torino, 2012, 1099.

⁽³²⁾ Vedi, in una prospettiva simile, l'affermazione contenuta all'inizio di pagina 7 delle informazioni essenziali dell'accordo sull'OPA Recordati: « il Contratto non è un patto parasociale, bensì un contratto di acquisizione di partecipazioni sociali che contiene, tra l'altro, alcune pattuizioni, funzionali all'esecuzione dell'acquisizione, che potrebbero essere considerate come pattuizioni aventi natura parasociale ». Cfr. https://www.recordati.it/it/corporate_governance/patti_parasociali/archivio_storico/doc-1-informazioni-essenziali-ai-sensi-dellart-130-respa-ita.PDF.

⁽³³⁾ Art. 103, primo comma, del TUF: « L'offerta è irrevocabile. Ogni clausola contraria è nulla ».

cato (laddove, per regola generale del codice civile, i condebitori solidali ben possono pattuire convenzionalmente, nei rapporti interni, differenti quote di responsabilità e concordare specifiche modalità di adempimento dell'obbligazione comune).

È pur vero che un accordo di co-investimento finalizzato al lancio di un'OPA potrebbe essere ricondotto, sul piano strettamente letterale, a più d'una delle fattispecie elencate dall'art. 122 del TUF, ma, in realtà, l'assimilazione è solo apparente. Come è noto, infatti, mentre il primo e il quinto comma, lett. *a*), dell'articolo 122 delineano figure parasociali chiaramente tipizzate (patti aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto e patti di preventiva consultazione per l'esercizio del diritto di voto), le restanti ipotesi (contenute nel quinto comma, dalla lettera *b*) alla lettera *d-bis*)) si fondano, invece, su formule caratterizzate dal ricorso ad espressioni ampie e generiche nelle cui "maglie" rischierebbero pertanto di finire, in assenza di adeguata contestualizzazione interpretativa ⁽³⁴⁾, accordi e contratti del tutto estranei alla *ratio legis* della norma. In particolare, per quanto riguarda gli accordi propedeutici al lancio di un'OPA, tre sono le fattispecie *ex art.* 122

⁽³⁴⁾ Come invece è fortunatamente avvenuto in virtù della linea interpretativa che la Consob ha esplicitato sin dagli esordi del TUF, allorquando, con le comunicazioni DIS/29486 del 18 aprile 2000 e (soprattutto) DEM/3077483 del 28 novembre 2003, ha contribuito a contestualizzare la portata dell'articolo 122 del TUF, evitandone una applicazione pericolosamente espansiva come sarebbe invece stato se avesse prevalso un'interpretazione letterale della norma. Prescindendo, infatti, dalle tipologie pattizie che hanno formato oggetto specifico delle due comunicazioni, ciò che da esse si desume è un indirizzo esegetico, di carattere generale, così articolato: (a) l'articolo 122 TUF non definisce gli elementi strutturali di un patto parasociale, ma, da un lato, individua alcuni patti tipici (di voto e di consultazione) e, dall'altro lato, procede ad una "categorizzazione" per effetti (patti che pongono limiti al trasferimento di titoli, patti che prevedono l'acquisto dei titoli e patti che hanno per oggetto o per effetto l'esercizio di una influenza dominante sulla società); (b) perché un patto possa essere qualificato come parasociale ai sensi dell'art. 122 del TUF occorre, innanzi tutto, che esso produca uno o più degli effetti previsti dalla norma; (c) pur in presenza degli effetti tipici, un accordo rimarrebbe tuttavia privo della qualificazione parasociale ove mancasse la funzione tipica di un patto parasociale che consiste nel dare un indirizzo unitario all'organizzazione e alla gestione sociale (ad es. attraverso accordi sul voto ovvero obblighi di preventiva consultazione) e nello scopo di cristallizzare determinati assetti proprietari (ad esempio attraverso accordi di blocco, di prelazione o di covendita). Non solo: la Consob ha sottolineato come le conclusioni da essa raggiunte in ordine agli elementi costitutivi di un patto parasociale siano poi state recepite dal legislatore nella definizione della fattispecie "patto parasociale" introdotta nel codice civile nel contesto della riforma del diritto societario del 2003; ed in effetti, l'articolo 2341 *bis* cod. civ. riprende, in buona sostanza, proprio le categorie descrittive dell'art. 122 del TUF, completandole però con il requisito teleologico della "stabilizzazione degli assetti proprietari o del governo della società". E per quanto, ovviamente, l'articolo 2341 *bis* cod. civ. non sia destinato a trovare applicazione ai patti su società quotate (in quanto regolati in via esclusiva dalla speciale disciplina del TUF), la Consob desume dalla formulazione codicistica una conferma del proprio orientamento secondo cui la qualificazione di un accordo come patto parasociale richiede il concorso di due elementi, un effetto tipico (secondo il decalogo dell'art. 122 del TUF) e un fine altrettanto tipico (in termini di idoneità ad incidere sul governo dell'emittente o sul controllo dei suoi assetti proprietari).

del TUF potenzialmente idonee, sul piano letterale, ad attrarre a sé un accordo di co-investimento: (1) *patti che prevedono l'acquisto delle azioni della società quotata* (quinto comma, lett. c)); (2) *patti aventi per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante sulla società quotata* (quinto comma, lett. d)); (3) *patti volti a favorire il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio* (quinto comma, lett. d bis)). Ad uno sguardo più approfondito, tuttavia, emergono elementi differenziali che consentono di escludere la riconducibilità di un accordo di co-investimento (nel suo contenuto funzionale alla promozione di un'OPA) a ciascuna delle tre ipotesi singolarmente considerate.

Un accordo propedeutico al lancio di un'offerta, infatti, prefigura ovviamente, in caso di buon fine dell'operazione, un acquisto di azioni ad esito della procedura di OPA, ma non è ovviamente l'accordo in quanto tale a disciplinare o (tanto meno) determinare un trasferimento di azioni da parte di terzi a beneficio di uno o più dei paciscenti o tra i paciscenti stessi; in altri termini, a differenza di quanto sarebbe necessario per integrare la fattispecie prevista dall'art. 122, quinto comma, lett. c), del TUF, l'*oggetto diretto* del contratto (di co-investimento) non è l'acquisto di azioni della società oggetto dell'OPA ⁽³⁵⁾, ma l'accordo di più soggetti a promuovere un'offerta al pubblico, finalizzata all'acquisto di azioni, secondo una procedura assoggettata ad una disciplina speciale, di natura anche pubblicistica, che si aggiunge alla disciplina generale del contratto, in parte sostituendola ⁽³⁶⁾. E quand'anche si ritenesse di voler interpretare l'espressione « patti che prevedono l'acquisto » ponendo in second'ordine la prestazione effettivamente dedotta in contratto e valorizzandone invece l'elemento finalistico, l'incompatibilità della disciplina dell'art. 122 del TUF rispetto agli accordi di co-investimento

⁽³⁵⁾ Fermo restando che, come è noto, per integrare la fattispecie del « patto che prevede l'acquisto di azioni » ex art. 122, quinto comma, lett. c), del TUF, non è sufficiente che oggetto dell'accordo sia un acquisto, ma è necessario, altresì, che l'acquisto discenda da un'iniziativa attuata (o programmata) da più soggetti che agiscano di concerto; diversamente, infatti, ricadrebbero nell'ambito di applicazione della norma anche semplici contratti di compravendita di azioni (nonché contratti preliminari di acquisto, contratti di vendita a termine, patti di opzione, ecc.). Così, infatti la Consob e la dottrina prevalente: « si ritiene che, al fine di individuare i patti che rientrano nella definizione di cui alla lettera c), comma cinque, dell'art. 122, occorra far riferimento alla *ratio* della disciplina in esame e circoscrivere, così, l'applicabilità ai soli patti per i quali abbia un senso l'applicabilità di tale disciplina. Si ritiene, pertanto, che patti che prevedono l'acquisto siano i patti con cui si concorda l'acquisto da terzi di azioni di una quotata o della sua controllante da parte di uno, più o tutti i paciscenti » — cfr. Comunicazione Consob DIS/29486 del 18 aprile 2000. Nel caso degli accordi propedeutici al lancio dell'OPA, in effetti, l'inapplicabilità dell'art. 122, quinto comma, lett. c), del TUF, deriva sia da un elemento strutturale (diversità dell'oggetto del contratto) sia dall'estraneità della fattispecie alle finalità perseguite dalla norma. *Contra*, P. FIORIO (nt. 4), 88, secondo cui: « già prima del d.lgs. 229/2007 gli accordi relativi alla promozione dell'offerta (si pensi al patto che imponga agli aderenti di lanciare un'OPA (...)) potevano ricadere nell'ambito di quelli diretti all'acquisto concertato delle azioni [lett. c)] ».

⁽³⁶⁾ Così F.M. MUCCIARELLI (nt. 5), 1.

emergerebbe comunque sotto un diverso profilo. Architrave della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto è infatti l'irrevocabilità dell'offerta, una volta che sia stata promossa: sarebbe dunque del tutto illogico che l'ordinamento consentisse ad uno dei co-offerenti (obbligati in solido a dar corso all'offerta) di sciogliersi dall'accordo volto a disciplinare i rapporti interni con gli altri co-obbligati ⁽³⁷⁾. Da un lato, il recesso non lo libererebbe dagli obblighi verso i terzi conseguenti al lancio dell'offerta e, dall'altro lato, riconoscere efficacia al recesso (sia pur limitatamente ai rapporti interni) non potrebbe non influire sul corretto adempimento degli obblighi di offerta,

(37) In relazione ad un tema differente ma in qualche misura analogo (ossia se l'impegno al lancio di un'offerta concorrente da parte di un "cavaliere bianco" costituisca un patto parasociale e se, in caso positivo, si applichi, al patto, il diritto di recesso *ex art. 123 del TUF*), A. GUACCERO esclude, in via interpretativa, la sussistenza del diritto di recesso, pur ritenendo, contrariamente all'opinione sopra esposta, che un patto di questa natura preveda "l'acquisto di azioni" e ricada dunque nello spettro di applicazione dell'art. 122, quinto comma, lett. c), del TUF: « (...) tenuto conto che l'art. 122, 5° comma, lett. c), non richiede la concertazione dell'acquisto, almeno nel senso tecnico con cui l'espressione concerto è utilizzata nella rubrica dell'art. 109, e che è del tutto ragionevole e rispondente alla funzione della norma l'esclusione dal suo ambito degli accordi di mero trasferimento azionario, immediato o a termine o mediante opzioni, come affermato dall'autorità di vigilanza, certamente ricade nello spettro delle fattispecie rilevanti l'impegno di acquisto mediante il lancio di un'offerta concorrente. Tale impegno, infatti, è la programmazione — concordata tra i partecipanti al patto — di una condotta mirante all'acquisizione del controllo della società, subordinatamente al fatto che nel frattempo la posizione di comando del gruppo *incumbent* sia stata posta in discussione dal lancio di un'offerta ostile. La previsione dell'acquisto, pertanto, è funzionale alla stabilizzazione del gruppo di comando attuale in alternativa all'offerta già pendente ovvero al mutamento dell'assetto di controllo in direzione concordata con l'attuale controllante. Non vi sarebbe quindi ragione di non riconoscere in una pattuizione parasociale di questo genere la medesima istanza di trasparenza che anima la disciplina generale dei patti parasociali di cui all'art. 122. Tale conclusione apre l'ulteriore questione se al patto così configurato trovi applicazione la disciplina del recesso *ad nutum* di cui all'art. 123, 3° comma, il che finirebbe, in caso di risposta affermativa, per lasciare al cavaliere bianco sostanziale libertà nel decidere se rimanere o meno vincolato all'obbligo di lanciare l'offerta concorrente. Dal punto di vista testuale, la norma attribuisce tale facoltà soltanto all'azionista partecipante al patto, il quale intenda aderire all'offerta pendente. Sembra quindi in primo luogo pregiudiziale che il cavaliere bianco sia già azionista della società, solo in questo caso potendo conferire le azioni all'offerente. A ben vedere, però, si tratta di uno pseudo requisito, attesa la facilità di procurarsi anche una sola azione della società quotata con l'obiettivo di conseguire il riconoscimento del diritto di recesso, e quindi l'attenzione deve spostarsi sulla ragione per cui è richiesta la natura di azionista al fine di avvalersi del rimedio di cui all'art. 123, 3° comma, o, se si vuole, sul fatto che nel patto parasociale siano effettivamente sindacate delle azioni come elemento necessario per la funzionalità del patto stesso. In sostanza se l'accordo può essere indifferentemente concluso con un qualsiasi terzo — tipico, il caso dell'impegno di "soccorso" preventivo con un cavaliere bianco — senza alcuna necessità, cioè, che azioni della società siano effettivamente sindacate, il mero fatto che questo terzo sia al momento del patto o diventi successivamente azionista della società *target* è indifferente rispetto alla funzionalità di esso. Ne consegue che, quand'anche quell'aderente al patto sia azionista della società *target*, va esclusa la facoltà di recesso dal patto medesimo, di cui all'art. 123, 3° comma » — *Interesse al valore per l'azionista. Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano, 2007, 344. Concorde sull'insussistenza del diritto di recesso in tale ipotesi, riprendendo le argomentazioni di Guaccero, anche A. BOVE (nt. 20), 242.

posto che genererebbe inevitabilmente una condizione di incertezza nelle relazioni tra i co-obbligati, a tutto detrimento di una disciplina che, all'opposto, si fonda su principi di certezza e trasparenza in tutti gli snodi, procedurali e sostanziali, dell'offerta. Estendere agli accordi di co-investimento la disciplina dei patti parasociali sarebbe, dunque, un esercizio sostanzialmente privo di utilità, atteso che: (a) la decisione di promuovere un'offerta è soggetta ad un autonomo obbligo di pubblicità non meno incisivo e tempestivo di quello dettato dall'art. 122 del TUF ⁽³⁸⁾; (b) il limite triennale di durata dei patti parasociali è ovviamente inconferente rispetto ad un accordo la cui durata strutturalmente non eccede qualche mese; (c) l'accordo con cui si pattuisce il lancio di un'offerta pubblica di acquisto o scambio totalitaria è un'ipotesi paradigmatica di azione di concerto *ex art. 101 bis*, quarto comma, del TUF, sicché la presunzione di concerto prevista dall'articolo 101 *bis*, quarto comma *bis*, del TUF per gli aderenti ad un patto parasociale nulla aggiunge a ciò che è già nei fatti. Resterebbe solo il diritto di recesso *ex art. 123* del TUF, ma riconoscerlo ai sottoscrittori di un accordo per il lancio di un'OPA porterebbe, come si è visto, ad un risultato palesemente in contrasto con il principio della irrevocabilità dell'offerta che è uno dei capisaldi della disciplina OPA italiana.

La differenza concettuale tra l'oggetto dell'accordo, da un lato, e le finalità (eventualmente) perseguite dai suoi aderenti, dall'altro lato, consente di escludere anche l'applicabilità dell'art. 122, quinto comma, lett. *d*), del TUF (*patti aventi per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante sulla società quotata*), posto che l'esercizio di un'influenza dominante non è certo l'oggetto né l'effetto di un accordo propedeutico al lancio dell'OPA, ma semmai, eventualmente, una delle finalità perseguite dagli offerenti di concerto (o comunque una delle possibili conseguenze del buon fine dell'offerta). Si ritiene infatti comunemente che siano riconducibili a questa fattispecie « tutti quegli accordi che attribuiscono a soci o terzi poteri di influenzare la gestione della società, secondo modalità diverse dall'esercizio del voto in assemblea, nonché i c.d. accordi di dominazione, la cui ammissibilità nel nostro ordinamento è, peraltro, quanto meno, dubbia » ⁽³⁹⁾; ossia accordi in cui l'esercizio di un'influenza dominante sulla società è, per l'appunto, l'oggetto (o l'effetto) immediato e diretto del contratto. Per quanto attiene, infine, alla terza ipotesi, ossia i patti volti a favorire il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio *ex art. 122*, quinto comma, lett. *d bis*), del TUF, l'estra-

⁽³⁸⁾ Non a caso si è osservato come « al di là delle argomentazioni di carattere dogmatico relative alla nozione di patto parasociale la Consob attribuisca un rilievo decisivo, per escludere l'applicabilità della disciplina relativa ai patti parasociali, soprattutto alla presenza di un regime di pubblicità di accordo, che sarebbero astrattamente riconducibili a una delle fattispecie di patti parasociali rilevanti », cfr. A. TUCCI (nt. 7), 1577.

⁽³⁹⁾ Cfr., *ex multis*, A. TUCCI (nt. 7), 1590.

neità degli accordi di co-investimento al perimetro applicativo della norma discende dal *profilo soggettivo* della fattispecie. Mentre, infatti, un accordo di co-investimento regola le relazioni tra chi ha promosso l'offerta, i patti contemplati dalla disposizione disciplinano gli obblighi di soggetti che, pur essendo *terzi* rispetto agli offerenti di concerto, ne appoggiano l'iniziativa "dall'esterno", impegnandosi ad aderire all'offerta od offrendo altre forme di sostegno ⁽⁴⁰⁾.

7. Diverso è, invece, il problema della recedibilità del patto con cui uno o più dei co-offerenti (nel contesto dell'accordo di co-investimento o con separato accordo) si siano (anche) impegnati ad apportare le proprie azioni all'offerta "comune". Se, infatti, come si è cercato di dimostrare, i patti propedeutici al lancio di un'OPA fuoriescono dall'ambito di applicazione degli artt. 122 e 123 del TUF, gli impegni di adesione ad un'OPA, in quanto patti volti a favorire il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, rientrano pacificamente nella fattispecie prevista dall'art. 122, quinto comma, lett. *d bis*) ⁽⁴¹⁾, con conseguente possibilità di esercizio del diritto di recesso in presenza di un'offerta concorrente. Dal combinato disposto degli articoli 122 e 123 del TUF discende dunque la possibilità, peraltro non confinata alla mera teoria ⁽⁴²⁾, che ven-

⁽⁴⁰⁾ « La prassi societaria (...) ha conosciuto, come ci ricordano le cronache finanziarie, anche patti e "contro-patti" stipulati per influenzare l'esito di offerte pubbliche di acquisto. Si tratta di accordi con i quali gli azionisti mirano a favorire il successo dell'offerta impegnandosi ad aderire alla stessa, a finanziarla o ad offrire altre forme di sostegno e/o a non consegnare le proprie azioni ad eventuali offerte concorrenti promosse da terzi o, all'opposto, ad ostacolare il buon esito di un'offerta, ad esempio impegnandosi reciprocamente a non erogare finanziamenti all'offerente o a non prestare all'offerente altre forme di sostegno per il successo dell'offerta ovvero ancora obbligandosi a non apportare le proprie azioni all'offerta in corso o a promuovere offerte concorrenti », così, tra gli altri, A. POMELLI, *Articolo 122*, in *Commentario T.U.F.*, II, a cura di F. Vella, Torino, 2012, 1277. *Contra*, P. FIORIO che, come già ricordato, in un tentativo di esemplificazione dei patti volti a favorire il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, ricomprende, a fianco delle "classiche" fattispecie di appoggio esterno anche l'accordo tra i copromotori dell'OPA: « i patti parasociali potenzialmente idonei ad interferire con un'offerta pubblica di acquisto possono essere suddivisi grosso modo nelle seguenti categorie: a) quelli relativi alla promozione dell'offerta; b) relativi all'adesione all'offerta o ad una eventuale controfferta; c) inerenti all'esercizio del diritto di recesso *ex art.* 123, terzo comma; d) relativi ad operazioni strumentali al successo dell'offerta; e) quelli che, sebbene del tutto svincolati dalla proposizione dell'offerta (si pensi all'obbligo di finanziare la società o alla garanzia nella distribuzione degli utili) possano aggravare la posizione giuridica del socio che intenda aderirvi » — (nt. 4), 87.

⁽⁴¹⁾ Cfr., per tutti, A. BOVE (nt. 20), 234.

⁽⁴²⁾ L'ipotesi è espressamente contemplata nel documento dell'offerta promossa, di concerto tra Neuberger Renaissance Partner Holding S.à.r.l., Intesa Holding S.p.A. e loro controllate, sulla Sicit Group S.p.A.: « Impegno ad aderire e diritto di recesso di Intesa Holding: a) Impegno ad Aderire all'Offerta da parte di Intesa Holding entro il quinto giorno dall'inizio del periodo di adesione, esercitando contestualmente il diritto di recesso da tutti i patti parasociali relativi a Sicit di cui Intesa Holding risulta essere parte alla Data di Sottoscrizione, ai sensi del-

gano a contrapporsi sul mercato due offerte concorrenti, di cui una co-promossa da chi poi decida di aderire all'offerta antagonista della propria. Si tratta, in effetti, di un'ipotesi obiettivamente peculiare, ma non mi sembra che vi siano solidi percorsi interpretativi che consentano di pervenire ad un diverso risultato. Da un lato, infatti, la riconducibilità di un patto di adesione all'art. 122 del TUF è incontrovertibile; dall'altro lato, l'adesione all'offerta concorrente non confligge con il principio della irrevocabilità della *propria* offerta, posto che l'accordo di co-investimento tra i promotori non risente dell'adesione di uno dei suoi sottoscrittori all'OPA antagonista. Le posizioni soggettive di chi, da una parte, sia co-promotore di un'offerta e, dall'altra parte, aderisca ad un'offerta concorrente sono, in effetti, giuridicamente distinte e autonome; potrebbe dunque accadere, almeno in teoria, che il medesimo soggetto sia "acquirente" in funzione dell'offerta che egli abbia promosso con altri e "venditore" per effetto dell'apporto delle sue azioni all'OPA concorrente. Del resto, l'ipotesi che un'offerente ceda azioni oggetto della sua offerta a terzi è espressamente contemplata nelle norme di trasparenza dettate dal Regolamento Emittenti che, all'art. 41, secondo comma, lett. b), impone all'offerente e ai soggetti che agiscono di concerto con lui di informare preventivamente la Consob ed il mercato dell'intenzione di vendita ⁽⁴³⁾.

Un'ultima riflessione sul tema è legata alla circostanza che le offerte volontarie sono tendenzialmente sottoposte alla condizione del raggiungimento di una soglia minima di adesioni. Potrebbe dunque accadere che l'adesione di uno dei co-promotori della prima offerta all'offerta concorrente non consenta il raggiungimento dell'obiettivo minimo di adesioni cui la prima offerta fosse condizionata. L'esercizio del diritto di recesso *ex art. 123 del TUF* — istituto che nasce dalla volontà di favorire la contendibilità del controllo — porterebbe, in tal caso, per eterogenesi dei fini, ad un risultato opposto, poiché una delle due offerte verrebbe "svuotata" di ogni contenuto e il mercato perderebbe la possibilità di scelta tra due offerte con-

l'articolo 123 del TUF. b) Facoltà di Intesa Holding di revocare l'adesione all'Offerta per aderire a un'eventuale offerta concorrente sulla Target. A condizione che l'adesione all'offerta concorrente da parte di Intesa Holding sia effettivamente avvenuta, l'Accordo Quadro e il Patto Parasociale dovranno intendersi consensualmente risolti. Qualora l'Offerta risultasse l'offerta che ha prevalso ai sensi dell'art. 44, comma 7, del Regolamento Emittenti, Intesa Holding dovrà revocare l'adesione all'offerta concorrente per aderire di nuovo all'Offerta, nel qual caso l'Accordo Quadro e il Patto Parasociale ritorneranno ad essere vincolanti tra NB e Intesa Holding ». (cfr. Sezione K. 2.2. del Documento d'Offerta).

⁽⁴³⁾ Art. 41, secondo comma, lett. b), del Reg. Emittenti: « Durante il periodo intercorrente tra la data della comunicazione prevista dall'articolo 102, comma 1, del testo Unico e la data ultima di pagamento del corrispettivo (...) b) l'offerente e coloro che agiscono di concerto con esso abbiano intenzione di cedere a terzi, anche indirettamente o per interposta persona, i prodotti finanziari oggetto dell'offerta, ne danno notizia alla Consob e al mercato entro la giornata precedente l'operazione. Non si considerano terzi le società appartenenti al gruppo dell'offerente e di chi agisce di concerto con esso ».

correnti. Non mi sembra, tuttavia, che una situazione siffatta possa suscitare perplessità neppure in relazione alla normativa, civilistica e di mercato, sul funzionamento delle condizioni sospensive. Il recesso è infatti esercizio di un diritto (peraltro, come si è visto, indisponibile), sicché la scelta di chi, aderendo ad altra OPA, renda impossibile l'avveramento delle condizioni cui la propria offerta è subordinata non sarebbe in alcun modo censurabile agli occhi dell'articolo 1359 del codice civile (che, come è noto, considera come avverata la condizione che sia mancata per causa imputabile a chi aveva interesse contrario al suo avveramento). Né, tanto meno, mi pare che rilevi, a questi fini, il divieto (*ex art. 40, primo comma, del Reg. Emittenti*) ⁽⁴⁴⁾ di sottoporre l'offerta (volontaria, perché ovviamente l'OPA obbligatoria è incondizionata per legge) a condizioni meramente potestative. Anche nell'ipotesi in cui la partecipazione posseduta dall'offerente/recedente fosse determinante per il (mancato) raggiungimento della soglia di adesioni prevista quale condizione di efficacia dell'offerta che egli abbia co-promosso, sarebbe comunque improprio ricostruire la condizione come dipendente dalla sua mera volontà: il mancato avveramento della condizione di efficacia dell'offerta discenderebbe, infatti, dalla combinazione di due eventi, l'uno ascrivibile all'offerente/recedente (*per l'appunto, l'esercizio del diritto di recesso*), ma l'altro (*il lancio di un'offerta concorrente, in assenza della quale nessun recesso sarebbe possibile*) rimesso in via esclusiva alla volontà del terzo.

8. Un'ultima osservazione sul costrutto normativo. Già si è visto come il recesso previsto dall'art. 123, comma terzo, del TUF divenga efficace solo laddove l'offerta vada in porto e ne consegua l'effettivo trasferimento all'offerente delle azioni del recedente ("la dichiarazione di recesso non produce effetto se non si è perfezionato il trasferimento delle azioni" — cfr. ultimo periodo della disposizione). L'*iter* che porta allo scioglimento del vincolo parasociale a beneficio del recedente è dunque una *fattispecie a formazione progressiva*, che prende le mosse dalla dichiarazione di recesso (*atto destinato agli altri aderenti al patto, ma soggetto anche ad obbligo di comunicazione* — cfr. art. 128, primo comma, lett. b), del Regolamento Emittenti) ⁽⁴⁵⁾, prosegue con l'adesione all'offerta (*che potrà intervenire sino all'ultimo giorno utile del periodo di offerta, la cui durata è variabile tra*

⁽⁴⁴⁾ Art. 40, primo comma, del Reg. Emittenti: « L'efficacia dell'offerta non può essere sottoposta a condizioni il cui verificarsi dipende dalla mera volontà dell'offerente ».

⁽⁴⁵⁾ L'art. 123 non precisa da quando il diritto di recesso possa essere esercitato; tuttavia, la norma indica che il recesso spetta a chi intenda aderire ad un'offerta *promossa* ai sensi degli articoli 106 e 107, sicché è ragionevole ritenere che il diritto sorga solo nel momento in cui l'offerta è non solo annunciata (ai sensi dell'art. 102, primo comma, del TUF) ma anche effettivamente promossa (vale a dire il giorno in cui il documento di offerta è presentato alla Consob; come si desume dal combinato disposto degli art. 102, terzo comma, del TUF e 37 *ter*, primo comma, del Regolamento Emittenti).

un minimo di quindici giorni e un massimo di quaranta giorni di mercato aperto a seconda della tipologia di OPA, salvo riapertura dei termini nei casi previsti dalla normativa — cfr. artt. 40 e seguenti del Regolamento Emittenti) e si perfeziona con l'effettivo trasferimento delle azioni all'offerente al buon esito dell'OPA (*che normalmente interviene il quinto giorno di borsa aperta successivo al termine del periodo di adesione*). Si è discusso se il trasferimento delle azioni costituisca o meno una *condicio iuris* cui l'efficacia del recesso è subordinata ⁽⁴⁶⁾, ma, quale che sia l'inquadramento giuridico cui si intenda aderire, sta di fatto che la lettera della norma è inequivoca nello stabilire che il recesso diviene efficace solo al verificarsi di un evento, individuato *ex lege*, futuro e (potenzialmente) incerto ⁽⁴⁷⁾ (per l'appunto, l'effettivo trasferimento della proprietà delle azioni dal recedente all'offerente in attuazione dei meccanismi di svolgimento dell'offerta).

Ciò che invece la norma *non* chiarisce è quali siano le sorti del rapporto parasociale nell'interregno tra la comunicazione del recesso e la data della sua efficacia (interregno peraltro non breve, atteso che l'*iter* di svolgimento dell'offerta si dipana nell'arco di qualche mese e non di giorni); si tratta dunque di comprendere se, *medio tempore*, il recedente permanga soggetto agli obblighi del patto (ovviamente diversi da quelli che eventualmente gli impediscano l'adesione all'offerta) o se invece, a seguito della comunicazione del recesso, l'intero rapporto parasociale entri in uno stato di quiescenza in attesa di sciogliersi all'atto del trasferimento delle azioni. Ora, non credo che i principi in materia di retroattività della condizione ⁽⁴⁸⁾ offrano una soluzione al problema. Da un lato, infatti, anche se si ricostruisce la fattispecie in termini di *condicio iuris* (come in effetti mi parrebbe corretto), non ne discende necessariamente la retroattività degli effetti del recesso *ex art. 1360 cod. civ.* Infatti, anche chi ritiene che il meccanismo della retroattività sia astrattamente compatibile con una *condicio iuris*, sottolinea,

⁽⁴⁶⁾ Favorevole all'inquadramento in termini di *condicio iuris*, M. ATELLI, *Artt. 122-124*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 691. Dubita, invece, che la fattispecie sia sussumibile nel paradigma della *condicio iuris*, A. PICCIAU, *Art. 123* (nt. 3), 919.

⁽⁴⁷⁾ *Futuro* perché quand'anche il recesso e l'adesione all'offerta avvenissero, contestualmente, l'ultimo giorno del periodo di offerta, il trasferimento delle azioni si perfezionerebbe comunque solo alla data di pagamento, che, come si è anticipato nel testo, interviene normalmente dopo cinque giorni di borsa aperta dalla chiusura del periodo di offerta. *Incerto* perché, da un lato, qualora l'OPA fosse volontaria, l'offerta potrebbe essere soggetta a condizioni (*in primis*, il raggiungimento di una soglia di adesione) che ne impediscano il buon fine; dall'altro lato, anche nell'ipotesi dell'OPA obbligatoria (che, in quanto tale, non può essere condizionata), il trasferimento richiede un comportamento, l'adesione all'offerta da parte del recedente, che potrebbe mancare.

⁽⁴⁸⁾ Come è noto, l'art. 1360, comma 1, c.c. dispone che « gli effetti dell'avveramento della condizione retroagiscono al tempo in cui è stato concluso il contratto, salvo che, per volontà delle parti, gli effetti del contratto o della risoluzione non debbano essere riportati ad un momento diverso ».

comunque, che la possibilità di farne retroagire gli effetti deve essere vagliata, di volta in volta, in relazione al tenore della condizione legale, alla funzione svolta e agli interessi tutelati dalla norma nel caso concreto ⁽⁴⁹⁾. Ebbene, nel caso del recesso *ex art.* 123, terzo comma, del TUF, non mi pare che la lettera o la *ratio* della norma offrano indizi univoci in una direzione o nell'altra ⁽⁵⁰⁾; ed anzi, dubbi sulla retroattività sono più che legittimi in una vicenda a formazione progressiva il cui esito finale non è l'entrata in vigore di un assetto negoziale voluto dalle parti (in relazione al quale la retroattività del contratto ben può essere funzionale al loro disegno), ma, al contrario, la dissoluzione del vincolo pattizio che il comportamento di una parte impone all'altra (sicché l'anticipazione degli effetti dissolutivi non si giustifica al di là di quanto strettamente necessario affinché il recesso raggiunga le finalità previste dalla legge).

Peraltro (e dall'altro lato), la retroattività non sarebbe comunque regola sufficiente ad orientare il comportamento di chi, avendo esercitato il recesso, debba decidere quale atteggiamento assumere, in relazione agli obblighi previsti a suo carico dal patto, in pendenza della condizione; si è visto, infatti, che, quanto meno nel caso dell'OPA volontaria, l'efficacia del recesso dipende non solo da un atto nella disponibilità del recedente (il trasferimento delle azioni all'offerente), ma anche da eventi esterni del tutto sottratti al controllo di chi abbia esercitato il recesso (ossia, l'avveramento delle condizioni sospensive cui, nella generalità dei casi, le offerte volontarie sono sottoposte). Dunque, chi, confidando nella retroattività della condizione, si ritenesse sciolto dai vincoli del patto e si atteggiasse di conseguenza, potrebbe, pur avendo portato le sue azioni in adesione all'OPA, trovarsi successivamente esposto a censure di inadempimento di un patto parasociale in realtà mai venuto meno (in ragione del mancato trasferimento alle azioni all'offerente per mancato buon fine dell'offerta). Credo quindi che la soluzione al problema debba essere piuttosto rinvenuta nei principi generali sul comportamento delle parti in pendenza della condizione, riconoscendo al recesso effetti *anticipatori* funzionali al conseguimento del risultato per cui la legge lo concede. Il patto parasociale rispetto al quale sia stato esercitato il recesso si scioglierà quindi (rispetto al recedente) solo all'atto del trasferi-

⁽⁴⁹⁾ Così C.M. BIANCA, *Diritto Civile*, III, Milano, 1987, 534. Critico, invece, quanto al meccanismo della retroattività nel caso di condizione legale, P. RESCIGNO, *Condizione dir. vig.*, in *Enc. dir.*, Milano, 1961, 775: « Quanto alla retroattività, appare inesatta ogni affermazione che voglia riferirsi in termini generali a tutte le *condiciones iuris*, sostenendo o negando per tutte le retroattività. In alcune ipotesi, tra quelle innanzi ricordate, di negozio con efficacia per un terzo estraneo, la legge espressamente dichiara che l'effetto del contratto per il terzo retroagisce al momento della stipulazione. Ma, fuori delle ipotesi in cui la retroattività dell'effetto è espressamente prevista, la conclusione dev'essere negativa, dato il carattere eccezionale della norma che sancisce la retroattività della condizione volontaria verificata e di talune condizioni legali. Dato il carattere eccezionale, la norma non si può estendere per analogia ».

⁽⁵⁰⁾ Esclude espressamente la retroattività, deducendone la contrarietà agli interessi in gioco, A. PICCIAU, *Art. 123* (nt. 3), 919-920 (nel testo e in nota).

mento delle azioni, ma, nel frattempo, chi abbia receduto (*ex art. 123, terzo comma, del TUF*) sarà temporaneamente “esonero” da tutti quegli obblighi parasociali che siano incompatibili con l’adesione all’offerta e con il suo buon fine. Del resto, rispetto a più d’una delle figure parasociali tipizzate dall’art. 122 del TUF (primi tra tutti gli impegni a non aderire ad un’offerta e i patti che pongono limiti al trasferimento delle azioni), se non fossero riconosciuti effetti anticipatori alla dichiarazione di recesso, si creerebbe un evidente cortocircuito normativo. La dichiarazione di recesso non è dunque sufficiente a determinare lo scioglimento del vincolo parasociale, ma legittima il recedente a compiere gli atti direttamente funzionali al trasferimento delle sue azioni (tramite l’adesione all’offerta). Non solo; tenuto conto della *ratio* che ispira l’art. 123, terzo comma del TUF, riterrei che il recedente possa anche: (i) *in positivo*, esercitare i diritti sociali che gli competono nella misura necessaria a favorire il successo dell’OPA cui abbia aderito (ad esempio, votando a favore di modifiche statutarie della *target* alla cui approvazione l’OPA fosse condizionata); (ii) *in negativo*, disattendere previsioni parasociali suscettibili di ostacolare il successo dell’offerta (ad esempio, votando contro l’adozione di misure di difesa che, ai sensi dell’art. 104 del TUF, dovessero essere sottoposte all’assemblea della società oggetto di OPA). Non a caso, nella disciplina inglese dell’OPA, eventuali impegni di voto, assunti nel contesto di un patto di adesione all’offerta, non determinano la sussistenza di un’azione di concerto tra aderente e offerente (come, invece, avverrebbe normalmente in presenza di patti dispositivi del diritto di voto) qualora siano strettamente funzionali al buon fine dell’offerta: « in entering into a voting undertaking of [this] type, a shareholder is doing no more than what is logically consistent with his irrevocable commitment to accept the offer, since he is undertaking to vote the shares in the context of that offer in a manner which is supportive of his acceptance decision » ⁽⁵¹⁾.

Oltre questi confini, gli effetti anticipatori della dichiarazione di recesso debbono cedere il passo alla *persistenza del vincolo parasociale* che, per espressa volontà normativa, si scioglierà solo qualora (e nel momento in cui) si realizzi l’effettivo trasferimento delle azioni del recedente all’offerente a seguito dell’adesione all’offerta e del suo buon fine. Non si può dunque escludere che, *medio tempore*, il recedente, ove non voglia incorrere in responsabilità contrattuali nei confronti degli altri paciscenti, sia tenuto al rispetto di previsioni pattizie *non incompatibili con la sua adesione all’offerta* (come potrebbe accadere laddove, ad esempio, un accordo sull’esercizio del diritto di voto trovasse applicazione per il rinnovo del consiglio di amministrazione della *target* durante il periodo di offerta).

⁽⁵¹⁾ Cfr. *Practice Statement* n. 22 del *Takeover Panel* reperibile al seguente indirizzo: <https://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2016/07/PS22.pdf>.