

INTRODUZIONE

L'offerta pubblica di acquisto è un particolare strumento di acquisto di partecipazioni in quanto capace di cambiare gli assetti proprietari di società. Per tale motivo il legislatore è intervenuto più volte per cercare di definire al meglio la normativa e le linee guida di tale disciplina. Ruolo principale nel quadro delle opa è svolto dalla Consob, organo di vigilanza dei mercati finanziari che negli anni, attraverso il regolamento emittenti, ha cercato di allineare la disciplina anche sulla base di esigenze degli altri ordinamenti europei, soprattutto dopo l'emanazione della direttiva 2004/25/CE. Il presente lavoro si sviluppa su due capitoli. Il primo si limita a esporre la disciplina generale dell'opa e la sua evoluzione. Inoltre, tra questi, che in brevi cenni sarà esposto nella seconda parte del primo capitolo, il ruolo degli amministratori al seguito del lancio di un'opa e le misure difensive che questi possono attuare quando un'offerta è ostile assume particolare rilevanza.

Il secondo capitolo tratta dei casi di esenzione. In particolare, contando che tale obbligo potrebbe risultare controproducente per la società bersaglio e per gli azionisti, sono stati introdotti da parte del legislatore dei casi in cui l'offerente viene esonerato dall'obbligo di proporre l'opa.

Milano, gennaio 2021

CAPITOLO I

L'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO: DISCIPLINA, FUNZIONE E *RATIO*

SOMMARIO: 1. L'offerta pubblica di acquisto – 2. Direttiva europea sulle offerte pubbliche di acquisto – 3. La disciplina italiana di recepimento contenuta nel d. lgs. 19 novembre 2007, n. 229 – 4. La disapplicazione delle disposizioni di contrasto alle misure di difesa quale misura anticrisi: d. l. 29 novembre 2008, n. 185 – 5. D. lgs. 25 settembre 2009, n. 146: ritorno alla normalità – 6. Procedimento dell'offerta pubblica di acquisto – 7. Carattere ostile dell'opa e manovre difensive – 8. La disciplina specifica delle misure di difesa preventiva contenuta nel Tuf: i patti parasociali – 9. La responsabilità degli amministratori – 10. Poteri della Consob e sanzioni – 11. Il *Golden Power*, con particolare attenzione alle modifiche introdotte all'art. 120 Tuf – 12. Il modello nordamericano – *le tender offers* – 12.1 Misure difensive – *poison pills, shark repellents, golden parachutes* – 13. L'offerta pubblica di acquisto nell'ordinamento britannico – 13.1. L'offerta pubblica di acquisto obbligatoria – *mandatory bid rule* – 13.2. *Defense against an hostile takeover* – 14. Il principio di uguaglianza degli azionisti e la tutela della minoranza nel quadro del regime francese delle OPA – 14.1. Direttiva Opa e misure difensive – 15. La legge tedesca sulle offerte pubbliche di acquisto – 16. Le offerte pubbliche di acquisto transfrontaliere

1. L'offerta pubblica di acquisto

L'offerta pubblica di acquisto (di seguito anche solo opa¹) è una particolare tecnica negoziale di acquisizione di strumenti finanziari sul mercato dei capitali², in particolare l'acquisto della partecipazione di controllo di una società azionaria. Non tutte le opa sono necessariamente finalizzate all'acquisto del controllo³, tuttavia chi decide di porre in essere un'operazione finanziaria così complessa e costosa lo fa, solitamente, per tale scopo⁴. Considerata la notevole capacità dell'offerta pubblica di acquisto di influenzare ed incidere sul mercato⁵, necessita di una regolamentazione tale da poter tutelare i diversi interessi che vengono in rilievo, e cioè un'allocatione efficiente del mercato, principalmente, e una efficace tutela dell'azionariato di minoranza⁶. Quando

¹ Nel presente lavoro si utilizzerà l'espressione offerte pubbliche di acquisto o di scambio, nonché l'acronimo "opa", per indicare genericamente tutte le offerte, a prescindere dalla circostanza che il corrispettivo proposto sia in denaro, com'è per le offerte pubbliche di acquisto in senso stretto, in prodotti finanziari, com'è per le offerte di scambio, in danaro ed in prodotti finanziari com'è per le offerte miste. In ciascuno dei tre casi l'operazione economica che l'offerente intende concludere con ciascun titolare dei beni ha una sua diversa qualificazione giuridica; invero, mentre nel primo caso, quello dell'offerta d'acquisto l'offerente propone di concludere una compravendita, nel secondo caso, quell'offerta di scambio, egli propone di concludere una permuta, con un bene presente o futuro, a seconda che i prodotti finanziari offerti siano stati emessi o ancora debbano esserlo, mentre nella terza ipotesi, quella dell'offerta mista, il contratto proposto ha natura mista, di compravendita e di permuta al tempo stesso: cfr., sul punto, R. WEIGMANN, *Offerte pubbliche di acquisto (OPA)* (voce), in *Enc. giur.*, XXI, Roma, 2001, p. 1. Va segnalato che, proprio in ragione del corrispettivo proposto, le offerte pubbliche di scambio e le offerte pubbliche miste si caratterizzano per essere, al contempo, anche una forma di sollecitazione ad un nuovo investimento – quello, appunto, nei titoli che vengono in tutto o in parte scambiati – e, pertanto, pongono ulteriori problemi di tutela dei loro destinatari che, tuttavia, esulano dal campo del presente lavoro. Sulla contiguità tra OPA e offerta pubblica di sottoscrizione o vendita, quali forme di sollecitazione pubblica del risparmio, cfr. R. COSTI-L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, VIII, Padova, 2004, p. 59ss.

² L. G. PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Giuffrè Editore, Milano, 1999, p. 1

³ Basta pensare a offerte da parte di chi già detiene la partecipazione di controllo, oppure ad offerte che si limitano all'acquisizione di partecipazioni che non possono conferire il controllo della società emittente.

⁴ M. STELLA RICHTER jr, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Quaderni di Diritto Commerciale Europeo, a cura di Mario Stella Richter jr, G. Giappichelli Editore, Torino, 2011, p. 11.

⁵ Rileva F. ANNUNZIATA, *Commento sub art. 91*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Commentario diretto da P. Marchetti e L. A. Bianchi, Giuffrè, Milano, 1999, p. 7, come sia proprio attraverso lo strumento del Testo Unico della Finanza che, per la prima volta, il legislatore italiano sia giunto a considerare le negoziazioni per il controllo quali un vero e proprio "mercato".

⁶ M. TOLA, *La Direttiva europea in materia di opa: prime riflessioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2005, p. 495, come sia "ormai definitivamente certo che l'offerta pubblica di acquisto costituisca l'unico

l'opa è diretta all'acquisizione del controllo, le ragioni per le quali viene preferita alla trattativa privata sono di svariata natura: a) in primis, si evita all'offerente di dover frazionare la domanda in tante parti quanti sono i titoli che intende acquistare, se così non fosse, vista l'esorbitante dispersione dei titoli il costo dell'operazione sarebbe superiore, in particolare in caso di titoli quotati in presenza di obblighi di comunicazione fissati al superamento di determinate soglie (cd. *toeholds*) finirebbe per generare un eccessivo rialzo dei corsi dei titoli⁷. Per quanto riguarda i destinatari, vista la necessaria pubblicità alla quale è sottoposta l'opa, viene così assicurata la massima trasparenza non solo a beneficio di questi ultimi ma anche del mercato, consentendo così di evitare la disparità di trattamento che si avrebbe attraverso la trattativa privata. Tale esigenza di un identico trattamento economico, proprio nel caso in cui l'operazione economica è predisposta all'acquisizione del controllo trova la sua funzione principale, garantendo così a tutti gli aderenti all'offerta il premio di maggioranza, vale a dire il plusvalore espresso dal pacchetto di controllo⁸. Evidentemente, l'offerente disposto a pagare un prezzo superiore rispetto al prezzo di mercato immagina di ottenere dall'acquisizione del controllo benefici, che possono essere sia di natura monetaria, come i *perquisites* (o anche *perks*) o il *tunnelling*⁹, sia di diversa natura, ad esempio d'immagine, potere o in termini di influenza politica¹⁰. Altre volte invece, può capitare che lo scalatore lanci un'opa solamente per compiere un'operazione finanziaria speculativa, smembrando poi la società *target* sul mercato. Solitamente questa manovra¹¹ viene posta in essere quando una società subisce un notevole abbassamento dei prezzi, pertanto l'acquisto non viene

meccanismo idoneo a proteggere adeguatamente gli azionisti di minoranza dagli effetti conseguenti al mutamento del controllo societario”.

⁷ Le reazioni all'andamento delle quotazioni dei titoli potrebbero essere evitate con una esecuzione scaglionata nel tempo del relativo rastrellamento; una simile possibilità, tuttavia, oltre all'aumento dei costi di cui appena detto, genererebbe un allungamento dei tempi dell'operazione, così C. RABITTI BEDOGNI, *Opa e mercato*, Roma, 1999, p. 12.

⁸ In questi termini P. MONTALENTI, *La legge italiana sulle offerte pubbliche: prime riflessioni*, in *Giur. comm.*, I, 1992, pp. 835-836, secondo cui “l'opinione ormai largamente prevalente, in tutti gli ordinamenti, è orientata nel senso di ritenere che il «premio» di maggioranza debba essere distribuito tra tutti gli azionisti”.

⁹ Pratica adottata dai controllanti in un sistema di blocchi di controllo dominanti, avente come obiettivo il *frezze out* degli azionisti di minoranza.

¹⁰ F. M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, Trattato di Diritto Commerciale, Giappichelli Editore, Torino, 2014, p. 8.

¹¹ Nota in economia con il termine *asset stripping*.

effettuato per gestirla ma per venderla successivamente attraverso piccole cessioni in modo tale da ricavare da esse elevate plusvalenze.

Una prima regolamentazione delle opa è stata introdotta con la legge 7 giugno 1974, n. 216¹² (cosiddetta miniriforma delle società) e necessitata dalle operazioni finanziarie di quel decennio¹³, avendo come funzione quella di garantire una piena e corretta informazione agli azionisti destinatari dell'offerta. L'art. 18 della suddetta legge prevede che *“coloro che intendono procedere all'acquisto o alla vendita mediante offerta al pubblico di azioni o di obbligazioni, anche convertibili, o di qualsiasi altro valore mobiliare italiano o estero, ivi compresi i titoli emessi da fondi di investimento mobiliari ed immobiliari, italiani o esteri, ovvero sollecitare con altri mezzi il pubblico risparmio, devono darne preventiva comunicazione alla Commissione nazionale per le società e la borsa – CONSOB – indicando la quantità e le caratteristiche dei valori mobiliari offerti nonché le modalità ed i termini previsti per lo svolgimento dell'operazione”*. La dottrina di quegli anni ne lamentò la lacunosità di tale disciplina in quanto finalizzata a regolare esclusivamente la sollecitazione al pubblico risparmio¹⁴. Solamente nel 1992 viene introdotta in Italia una disciplina specifica per le offerte pubbliche di acquisto. Il legislatore, con la legge 18 febbraio 1992, n. 149¹⁵, in particolare artt. 9 e ss., aveva cercato di soddisfare un numero più ampio di esigenze: la tutela degli oblati e in generale del mercato sia realizzava mediante una serie di regole riguardanti, oltre alla informazione

¹² Legge importante in quanto ha istituito la Consob (Commissione nazionale per le società e per la borsa), che avrebbe avuto e ha tutt'ora il potere di vigilare sulle società quotate e sulla borsa.

¹³ La prima OPA italiana fu quella lanciata nel giugno del 1971 dalla Compagnia Italiana Assicurazioni, la quale offrì agli azionisti della De Angeli Frua – società di cui già possedeva la maggioranza delle azioni – di scambiare le loro azioni con quelle della stessa società offerente secondo le modalità esposte in un opuscolo illustrativo dell'operazione, reso disponibile presso le principali banche: come osservato da P. MARCHETTI, *L'offerta pubblica di acquisto in Italia*, in *Riv. Soc.*, 1971, p. 1154, “La prima offerta pubblica italiana era dunque un'offerta di scambio con la quale l'offerente, con la piena e dichiarata adesione del Consiglio di amministrazione della società destinataria dell'offerta, intendeva rastrellare le azioni di una società controllata con lo scopo, anch'esso dichiarato, di procedere successivamente alla fusione con la controllata stessa”. A tale offerta seguì, solo pochi mesi più tardi, nel settembre del 1971, quella lanciata dal finanziere Sindona, tramite una banca tedesca, sulla Bastogi (Cfr. FERRI, 1972, 1181).

¹⁴ M. STELLA RICHTER jr, *Le offerte pubbliche di acquisto*, *Op. cit.*, p. 5.

¹⁵ Per dare un'idea dei tempi di elaborazione della legge n. 149 sulle offerte pubbliche di azioni, si pensi che essa ha preso origine da un disegno di legge (il n. 275 Berlanda, antecedente diretto del «decisivo» disegno di legge n. 576 Berlanda) che è stato presentato al Parlamento nel 1983 e che intendeva dare applicazione alle priorità individuate dalla Commissione Finanze del Senato nel novembre 1977 per assicurare il funzionamento del mercato mobiliare in Italia.

(artt. 15 e 27, commi 1 e 3), le caratteristiche essenziali e inderogabili dell'offerta (artt. 17, 18 e 20, commi 1, 2 e 3) e dell'accettazione (art. 28), il procedimento anche con riferimento alle offerte concorrenti e all'aumento di quella originaria (artt. 20, 22, 23, 24, 25 e 26), la parità di trattamento (artt. 19, comma 2 e 20, comma 4) e altre regole di comportamento ai quali era tenuta la società emittente, l'offerente e le società appartenenti al gruppo dell'uno e dell'altra nonché dai rispettivi amministratori, direttori generali e sindaci (artt. 16, 21 e 17, commi 2 e 4)¹⁶. Tuttavia, la legge del 1992, prendeva in considerazione solamente le offerte avente ad oggetto valori mobiliari quotati in borsa che attribuivano diritto di voto¹⁷, mentre le offerte di titoli non quotati rimanevano disciplinate, se così si può dire per quanto detto sopra, dall'art. 18, legge 7 giugno 1974, n. 216¹⁸, combinato alla nozione generale di offerta al pubblico contenuta nell'art. 1336 c.c., ritenuto applicabile anche all'offerta di azioni. L'aspetto maggiormente innovativo della l. 149/92, è stata l'introduzione dell'opa obbligatoria (all'interno della quale bisogna ulteriormente distinguere tra opa preventiva, incrementale, successiva e residuale)¹⁹. Nella disciplina precedente, accadeva che il pacchetto di controllo veniva ceduto nelle trattative private. In questi casi, chi acquista le azioni direttamente dai titolari della maggioranza del capitale della società paga le azioni stesse – solitamente, anche se non necessariamente – ad un prezzo sensibilmente superiore alla loro quotazione di borsa (prezzo comprendente il c.d. premio di controllo o premio di maggioranza). Pertanto, gli azionisti di minoranza, spesso nemmeno a conoscenza dell'operazione, non beneficiano del plusvalore incorporato nel premio di controllo. Inoltre, una volta diffusa la notizia della cessione di controllo, spesso il prezzo delle azioni subisce un calo²⁰.

L'introduzione dell'opa obbligatoria riflette quindi l'esigenza di far partecipare anche gli azionisti di minoranza al premio di controllo. Il prezzo di vendita viene garantito a tutti gli azionisti della società destinataria dell'offerta²¹. Il ricorso all'opa obbligatoria,

¹⁶ F. CARBONETTI, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in Riv. soc., fasc. 5, 1998, p. 1352, 1353.

¹⁷ L. G. PICONE, *Op. cit.*, p. 7.

¹⁸ Artt. 1-8, con l'introduzione della l. 149/92.

¹⁹ A. MORANO, *Offerte pubbliche di acquisto: Profili pratici e operativi*, in Le Società N. 11/1992, p. 1473.

²⁰ V. il caso Cementir.

²¹ M. BAGLIONI, *Le offerte pubbliche di azioni e l'opa obbligatoria*, nel Il Corriere Giuridico N. 4/1992, p. 357.

seguendo il modello del *City Code*, viene imposto nel caso di acquisto di azioni in misura superiore ad una soglia rilevante, idonea a garantire il controllo della società o una posizione dominante²² nella stessa (in Inghilterra, la soglia è del 30 per cento). La legge 149/92, non indica una soglia fissa oltre la quale deve scattare l'opa, ma si dovrà ricavare con riferimento alla nozione di controllo prevista dall'art.10, co.2 (maggioranza dei diritti di voto; oppure influenza dominante nell'assemblea della società), che è in linea con quella dell'art. 2359 c.c., modificato con il d. lgs. n. 127 del 1991²³. La proposta di introdurre una soluzione analoga nel nostro ordinamento ha sollevato una serie di questioni facilmente individuabili. Da una parte gli azionisti di minoranza sono interessati a vedersi riconoscere il diritto di partecipare al premio di controllo, dall'altra invece, essendo generalizzato il premio di controllo, il prezzo d'acquisto delle azioni sarà determinato ad un livello più basso rispetto a quello che l'acquirente pagherebbe ai soli soci titolari del controllo²⁴. Viene in tal modo pregiudicato il vecchio azionista di controllo, il quale, in caso di successo dell'opa, perde il controllo della società incassando solamente una parte del premio relativo alle sue azioni, ossia solamente il maggior prezzo pagato per la parte delle sue azioni acquistate dall'offerente²⁵.

A seguito del recepimento con d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415 delle direttive 93/22/CEE del 10 maggio 1993, in applicazione degli artt. 8 e 21 della l. 16 febbraio 1996 che conferiva al Governo la delega per il riordino delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, veniva emanato il d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Tuf)²⁶.

La definizione di opa introdotta dal Tuf è radicalmente diversa rispetto all'art. 9 della l. 149. Sono 4 le novità introdotte: scompare il riferimento alle sole società quotate; non si parla più di "titoli" ma di "prodotti finanziari", che è categoria più ampia e che include, per esempio, anche le azioni di risparmio e le obbligazioni non convertibili; si dice chiaramente che la forma con cui l'operazione si realizzerà (invito ad offrire o

²² Cfr. F. DI MAIO, *Ancora sulle opa: individuazione degli azionisti di controllo*, in *Le Società* N. 10/1992, p. 1321.

²³ V. SALAFIA, *Attuate le direttive societarie sul bilancio*, *Il Commento*, nel *Il Corriere Giuridico* N. 6/1991, p. 611.

²⁴ M. BAGLIONI, *Op. cit.*, p. 357.

²⁵ Cfr. G. E. COLOMBO, *La cessione dei pacchetti di controllo*, in *Riv. Soc.*, 1978, p. 1456-7.

²⁶ In "Le società", n. 5, 1998, numero monografico, commenti di vari Autori alle maggiori novità introdotte dal Testo Unico, tra i quali P. ANELLO – S. RIZZINI BISINELLI, *D. Lgs. 58/98. Sollecitazione all'investimento e offerta pubblica d'acquisto*, p. 542 ss.

messaggio promozionale) non è rilevante ai fini della applicazione delle norme proposte; si prevede un requisito quantitativo, fissato dalla Consob con regolamento, affinché l'offerta possa considerarsi pubblica²⁷. In tal modo, i problemi di coordinamento interpretativo ed esplicativo, che avevano caratterizzato il precedente sistema normativo, e che avevano dato adito ad ampie critiche²⁸, sembrano definitivamente superati. Il Testo Unico adotta una tecnica legislativa a doppio binario: le disposizioni riguardanti il capo I (artt. 102-104) si applicano a qualsiasi offerta pubblica di acquisto o di scambio, mentre le disposizioni in tema di offerta pubblica di acquisto obbligatoria, capo II (artt. 105-112), coinvolgono esclusivamente alle s.p.a. quotate in mercati regolamentari²⁹. La scelta del legislatore persegue due finalità, la prima di garantire una maggiore omogeneità della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto, la seconda di tutelare il buon andamento del mercato, a prescindere dagli strumenti finanziari che incidono direttamente sul controllo³⁰. Una prima caratteristica della nuova disciplina si può individuare in una forte accentuazione della normativa secondaria. Viene attribuito alla Consob il potere di regolare la materia attraverso una disciplina secondaria di attuazione delle norme primarie poste dal T.U., il regolamento n. 11520, 1° luglio 1998, emanato ai sensi degli artt. 102 ss. Tuf, poi sostituito dal testo coordinato dei regolamenti in materia di emittenti, adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999³¹. Il rinvio alla disciplina secondaria è giustificato dalla necessità di adeguare le regole al mutare della prassi³².

Il Tuf innova sotto molteplici aspetti, le novità sono percepibili in maniera più evidente nella disciplina dell'opa obbligatoria³³, pur potendosi cogliere anche nella

²⁷ M. LISANTI, *L'abrogazione della l. n. 149/1992 fra il Testo Unico della Finanza e la prossima Direttiva Ue sulle opa*, nel *Il Corriere Giuridico* N. 4/1998, p. 455.

²⁸ Cfr. sulla predetta impostazione, l'Audizione parlamentare 10 dicembre 1997 del Prof. Mario Draghi davanti alla Commissione Finanza e Tesoro della Camera dei Deputati, pubblicata in *Giur. Comm.*, 1997, I, 781. Sui problemi di coordinamento della disciplina anteriore al Decreto v. Righini, *sub artt. 1 e 9*, in AA. VV., *Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli*, *Commentario* a cura di Costi, in *Leggi civ. comm.*, 1997, p. 93 ss.

²⁹ G. COTTINO, *Corporate Governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati – D. Lgs. 24-02-1998, n. 58, artt. 102-112*, *Commentario* in *Giur. It.* N.12/1998, p. 578.

³⁰ M. CALLEGARI, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da G. Cottino, Torino, 1999, p. 6.

³¹ L. G. PICONE, *Op. cit.*, p. 3.

³² Cfr. A. MIGNOLI, *Riflessioni critiche sull'esperienza italiana dell'opa: idee, problemi, proposte*, in *Riv. soc.*, 1986, p. 7.

³³ Le innovazioni principali in materia di opa obbligatoria consistono, in sintesi: a) nell'introduzione di una soglia unica (30% del capitale ordinario) al superamento della quale scatta l'obbligo dell'opa successiva

disciplina del procedimento³⁴. È stato proprio con il regolamento che la Consob ha introdotto sostanziali novità in relazione alle modalità di comunicazione dell'offerta previste dal legislatore, infatti l'artt. 37 Reg. Emitt., prevede da parte di chi intenda procedere ad un'offerta pubblica la comunicazione "senza indugio", non soltanto alla Consob, ma anche al mercato e all'emittente³⁵. Comunicazione che si considera comunicata al mercato ai sensi dell'art. 35 comma 2, Reg. Emitt., quando trasmessa ad almeno due agenzie di stampa e, in caso di società quotata, alla società di gestione del mercato che ne cura la diffusione³⁶. L'art. 27, co. 1, legge n. 149/92, disponeva una regola generale secondo la quale l'offerta doveva rimanere segreta fino alla pubblicazione del documento d'offerta, sottoposto al nulla osta della Consob. Tuttavia, al soggetto offerente quotato non si applicava l'art. 27, co. 1, bensì il regolamento Consob allora in vigore n.

totalitaria, ad un prezzo non inferiore alla media aritmetica tra quello medio ponderato di borsa degli ultimi 12 mesi e quello più elevato pattuito dall'offerente; b) nel capovolgimento del rapporto tra opa preventiva ed opa successiva delineato dalla legge n. 149 del 1992: è ora l'opa successiva che può essere "evitata" nel caso in cui sia stata previamente lanciata un'opa preventiva totalitaria o, alle condizioni indicate dalla legge (art. 107 del Testo Unico), un'opa (o un'offerta pubblica di scambio) preventiva volontaria sul 60% del capitale ordinario; c) nell'abrogazione dell'opa incrementale e nell'introduzione di un'opa totalitaria anche per colui che, possedendo più del 30% dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria, ma senza disporre della maggioranza di questi ultimi, effettui acquisti volti a consolidare la partecipazione detenuta; d) nella possibilità che il corrispettivo dell'opa sia rappresentato, in tutto o in parte, da strumenti finanziari; e) nella rilevanza, ai fini dell'obbligo di opa, dell'acquisto di concerto; f) nell'introduzione dell'opa cd. "a cascata", a prescindere dalla circostanza (rilevante, invece, nel vigore della legge n. 149 del 1992) che la società tramite cui si acquista il controllo di una società quotata sia o meno essa stessa quotata; g) nella previsione, in luogo dell'unica deroga prevista dalla legge n. 149 cit. (cessione infragruppo del controllo), di un articolato sistema di deroghe all'obbligo di opa; h) nella possibilità di recesso da patti di sindacato in caso di opa successiva, di opa preventiva totalitaria, nonché di opa od ops sul 60% dei diritti di voto; i) nella possibilità di "evitare" l'opa residuale mediante la ricostituzione di un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni; j) nella previsione dello squeeze out e cioè del diritto, per colui che a seguito di opa totalitaria abbia più del 98% delle azioni con diritto di voto, di acquistare le azioni residue.

³⁴ F. CHIAPPETTA, R. D'AMBROSIO, *OPA e disciplina del procedimento*, in Riv. soc., fasc. 2-3, 2001, p. 449.

³⁵ Nulla dice il legislatore in merito ad una eventuale comunicazione ai dipendenti. In merito la Proposta Modificata di XII direttiva prevede che, una volta resa pubblica l'offerta, l'organo di amministrazione della società emittente è tenuto ad informare i rappresentanti dei lavoratori della società e ad inviare agli stessi il documento d'offerta. Cfr. in merito, M. LISANTI, *Op. cit.*, p. 155; R. WEIGMANN, *La nuova disciplina delle opa*, in AA. VV., *La riforma delle società quotate*, Atti del Convegno di Studio di Santa Margherita Ligure, 13-14 giugno 1998, in *Quaderni di giur. comm.*, n. 187, Milano, 1998, p. 197, il quale evidenzia che, sul piano operativo, non vi sono sostanziali diversità, atteso che sia la prima comunicazione sia il documento informativo vengono messi a disposizione del pubblico; M. CALLEGARI, *Op. cit.*, p. 9.

³⁶ L. G. PICONE, *Op. cit.*, p. 18.

5553 del 14 novembre 1991, in tema di *insider trading*³⁷, il quale era tenuto all'immediata comunicazione al mercato dell'intenzione di promuovere l'offerta. Con il testo unico questa disparità è stata tolta, ma soprattutto la differenza più evidente è costituita dal fatto che, laddove prima la legge imponeva la comunicazione alla Consob anche della sola intenzione di lanciare una opa, oggi tale comunicazione non è più imposta³⁸. La comunicazione, pur in assenza di disposizioni normative o regolamentari, una volta eseguita, impegna l'offerente al successivo lancio dell'opa³⁹. La comunicazione dell'offerta alla Consob prevista dall'art. 37, comma 1, Reg. Emitt., è corredata "tempestivamente e comunque non oltre venti giorni", ex art. 102, co. 3, Tuf, dal documento d'offerta e della scheda d'adesione, insieme alla documentazione concernente la garanzia e l'avvenuto rilascio delle autorizzazioni necessarie⁴⁰. Entro quindici giorni dalla pubblicazione del documento d'offerta la Consob ha il potere di chiedere al soggetto offerente informazioni integrative, modifiche o la richiesta di prestare particolari garanzie, reali o personali dalla data di ricezione dell'offerta⁴¹. La legge indica tale periodo come perentorio e il documento d'offerta non può essere pubblicato prima che sia trascorso, tuttavia è prassi consolidata la pubblicazione del documento, previo nulla osta della Consob, anche prima del termine.

Il diritto italiano prevede un principio generale di irrevocabilità dell'offerta all'art. 103, co.1, Tuf, sancendo la nullità di qualsiasi clausola. L'irrevocabilità dell'offerta pubblica di acquisto viene ritenuto requisito essenziale, caratterizzante questo tipo contrattuale, la cui mancanza potrebbe pregiudicare la funzione dell'operazione⁴². La

³⁷ In *Gazzetta Ufficiale*, n. 289 del 10 dicembre 1991 (il testo del regolamento si può anche leggere in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1992, I, p.250).

³⁸ V. SALAFIA, *Il procedimento per il lancio di una opa*, in *Le Società*, N. 4/1999, p. 395.

³⁹ In senso contrario, V. SALAFIA, *Op. cit.*, p. 396, per il quale "sino a quando l'offerta non sia configurabile, gli atti eventualmente compiuti sono certamente revocabili; in particolare è revocabile l'intenzione, anche se di essa sia stata data comunicazione alla Consob, al mercato e alla società emittente dei titoli. Penso che tali comunicazioni, sebbene imposte dal regolamento, in violazione di quanto dispone la legge, possano essere legittimamente omesse dal soggetto interessato; ma se le eseguisse avvalendosi di una facoltà che, come sopra rilevato, non può essergli negata, il correlativo potere di revoca della intenzione dovrà essergli ugualmente riconosciuto". Posizione questa criticata dalla dottrina, in particolare L. G. PICONE, il quale non comprende come l'autore possa affermare che gli obblighi comunicativi imposti dalla Consob siano una mera facoltà.

⁴⁰ L. G. PICONE, *Op. cit.*, p. 34.

⁴¹ Art. 102, comma 4, Tuf.

⁴² Si vedano, per tutti, R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, dir. da G. E. Colombo e G. B. Portale, vol. 10, 2, Torino, 1993, p. 530; E. PEDERZINI, *sub art. 17*, in AA.

ratio dell'irrevocabilità è di evitare distorsioni del prezzo degli strumenti dell'offerta e di non trarre in inganno i destinatari⁴³. Il principio di irrevocabilità nel nostro ordinamento è assoluto, ma è anche vero che essendo pure sempre una proposta contrattuale, devono trovare applicazione i principi generali di natura contrattuale. Dovrebbe ritenersi applicabile all'opa l'art. 1467 c.c. (eccessiva onerosità sopravvenuta), nel caso in cui l'acquisto degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta diventi eccessivamente oneroso, ovviamente l'onerosità non deve rientrare nella normale alea del contratto⁴⁴. Per evitare che vengano poste in essere manovre speculative a danno degli investitori, è stata considerata l'opportunità di condizionare l'efficacia dell'offerta al non verificarsi, entro una specifica data, fatti od operazioni che comportino un mutamento notevole della società emittente. Il regolamento Consob precisa che l'efficacia non può essere subordinata a condizioni il cui verificarsi dipenda dalla mera volontà dell'offerente⁴⁵. Le condizioni possono essere applicate solamente alle offerte volontarie, essendo le obbligatorie imposte, non sono suscettibili di limitazioni da parte dei privati. Viene lasciata al soggetto offerente la possibilità di rinunciare alla condizione, e accettare le adesioni, anche nel caso in cui l'evento condizionante non si sia realizzato.

L'art. 103, co. 1, Tuf, stabilisce inoltre il principio della parità di trattamento⁴⁶, secondo il quale, "l'offerta è rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari dei prodotti

VV., *Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli*, Commentario a cura di R. Costi, in *Nuove leggi civili e commentate*, 1997, p. 367. Cfr. M. CALLEGARI, *Op. cit.*, p. 13, il quale precisa come analogo principio di irrevocabilità sia adottato in Francia, Gran Bretagna, Belgio e Spagna.

⁴³ F. M. MUCCIARELLI, *Op. cit.*, p. 54

⁴⁴ A titolo esemplificativo, si potrebbe ipotizzare un'offerta per l'acquisto delle azioni di una società che detiene partecipazioni in altre società, senza integrare – al momento della promozione dell'offerta – i parametri per l'obbligo di "opa a cascata" sulle controllate, ai sensi dell'art. 45 del regolamento 11971/99. Se in corso di offerta muta la misura della partecipazione (ad esempio per effetto di una acquisizione effettuata dalla società bersaglio, nell'ambito delle operazioni anti scalata, ai sensi dell'art. 104 del testo unico) di talché l'acquisto del controllo della controllante comporta il conseguente obbligo di opa sulla controllata, allora si potrebbe l'utilizzo della disciplina dell'eccessiva onerosità sopravvenuta per tutelare l'offerente, permettendogli di revocare l'offerta o di risolvere i contratti, dopo le adesioni all'offerta. Così, L. G. PICONE, *Op. cit.*, p. 66.

⁴⁵ Art. 40, comma 1, Reg. Emitt.

⁴⁶ "La parità di trattamento è un principio generale, persino più rilevante di quello dell'irrevocabilità: in fondo, non avrebbe senso parlare di offerta pubblica di acquisto, intesa come operazione unitaria, se l'offerente potesse praticare condizioni diverse ai diversi titolari del medesimo strumento finanziario", così F. M. MUCCIARELLI, in *Commentario TUF*, Collana diretta da M. Sandulli – V. Santoro, Tomo II, sub. Art. 103, Torino, 2012, p. 1025.