

Cap. I della monografia: MANUELA TOLA, *Opa e tutela delle minoranze*, Jovene Editore, Napoli 2008, pp. XXX-328.

[Indice-Sommario](#)



Manuela Tola
Università di Cagliari

Il diritto alla valutazione consapevole dell'offerta

SOMMARIO: 1. [L'informazione come elemento-cardine di efficiente funzionamento del mercato finanziario e come principio ispiratore della disciplina della sollecitazione al disinvestimento](#). – 2. [L'informazione nel procedimento di offerta e sua funzionalità alla creazione del contesto valutativo degli oblati](#). – 3. [L'informazione preventiva](#). a) [La comunicazione alla Consob](#). – 4. *(Segue)*. b) [Gli adempimenti funzionali a rendere pubblica l'offerta](#). – 5. [L'informazione sul regolamento contrattuale. Il documento d'offerta](#). – 6. [Gli obblighi informativi a carico dell'emittente](#). – 7. [Il controllo sul contesto informativo. I poteri prescrittivi, interdittivi e cautelari](#). – 8. *(Segue)*. [I poteri informativi e ispettivi](#). – 9. [La pubblicazione del documento d'offerta e l'informazione successiva. Le regole di trasparenza](#).

1. – L'informazione come elemento-cardine di efficiente funzionamento del mercato finanziario e come principio ispiratore della disciplina della sollecitazione al disinvestimento

E' una costante del pensiero giuridico ed economico rapportare in via generale la tutela degli investimenti all'efficienza del mercato, la cui maggiore o minore intensità deve ritenersi proporzionata alla correttezza e completezza delle informazioni che vi circolano^[1]. Alla base dell'assunto vi è la convinzione che la disponibilità in concreto di un'informazione corretta e completa possa contribuire ad accrescere la fiducia dei risparmiatori verso forme di investimento diretto nelle imprese, con l'effetto di far affluire il risparmio ai settori produttivi per un sano sviluppo economico^[2].

In quest'ottica, all'informazione pare riconoscersi, in certo qual modo, una sorta di potenzialità attrattiva dei capitali in cerca di impiego. La sua recisa affermazione viene considerata indispensabile ai fini della creazione di quel senso di fiducia e affidamento nel quale può esprimersi la garanzia «della sicurezza degli investimenti»^[3]. La preoccupazione è che un'informazione lacunosa e incompleta possa essere avvertita come un fattore di rischio destinato a condizionare negativamente la valutazione dell'investimento^[4]. In altri termini, si vuole evitare che l'investitore possa essere indotto a non accedere al mercato o a fuoriuscirne per timore di potersi trovare ad operare con soggetti che, muniti di maggiori informazioni, verrebbero di fatto a beneficiare di una posizione di vantaggio^[5]. La soluzione al problema è, allora, quella di preconstituire un contesto di conoscenze e consapevolezza nel quale la destinazione da imprimere al risparmio possa essere decisa senza remore e nel pieno esercizio della libertà di autodeterminazione^[6]. In buona sostanza, si tratta di eliminare le eventuali asimmetrie informative che potrebbero conseguire ad una disciplina inadeguata o non correttamente applicata, parificando le possibilità conoscitive dei soggetti che operano (o intendono operare) nel mercato.

In questo modo, accanto alla funzione di credibilità degli investimenti, l'informazione tende ad assumere anche una funzione di tutela delle minoranze cosiddette «non istituzionalizzate», cui la legge

disconosce la legittimazione all'esercizio dei diritti che presuppongono il raggiungimento di una determinata soglia di possesso azionario ^[7].

Non deve trascurarsi, tuttavia, come la realizzazione di una soddisfacente base informativa possa anche profilarsi come fattore concorrenziale diretto a soddisfare l'interesse proprio degli emittenti alla massima diffusione dei loro titoli ^[8]. Nel contesto di un mercato efficiente, infatti, l'informazione tende a configurarsi come una sorta di diritto di affermazione dell'impresa ^[9]: la sua diffusione consente al mercato di esprimere un apprezzamento sulle qualità dei soggetti cui si riferisce, con l'effetto di creare agli stessi un vantaggio competitivo.

Si apre così un confronto tra imprese destinato a risolversi sul piano della trasparenza anche attraverso lo spontaneo ampliamento della gamma di informazioni dovute per legge, al fine di accrescere il gradimento del pubblico verso i loro titoli ^[10]. E' risaputo, infatti, che un'informazione lacunosa, parziale e inattendibile si riflette negativamente sull'impresa. Al contrario, un'informazione corretta e completa riverbera effetti positivi sulla negoziazione del titolo, il cui andamento può influenzare significativamente il collocamento di future emissioni consentendo la raccolta di nuovi capitali di rischio ^[11]. In questa seconda prospettiva non può non apprezzarsi il rilevante contributo che l'informazione apporta alla reputazione dell'impresa, assurgendo ancora una volta a criterio preferenziale e premiante nella ricerca del gradimento del mercato ^[12].

In quasi tutti gli ordinamenti, gli obiettivi connessi all'informazione e alla trasparenza vengono perseguiti attraverso la predisposizione di meccanismi volti ad assicurare la diffusione di dati e notizie capaci di rendere una chiara rappresentazione dei fatti attinenti all'organizzazione e all'attività delle società quotate ^[13]. La loro propensione ad "aprirsi" al pubblico le rende destinatarie naturali della disciplina della trasparenza e degli obblighi informativi, in virtù dell'importante contributo che la diffusione dei loro titoli apporta alla circolazione della ricchezza ^[14].

Le ragioni della necessaria "pubblicità" della loro sfera di azione vanno ricercate in via immediata nella tutela che l'ordinamento tende ad apprestare a beneficio degli investitori attuali e di quelli "in potenza" - ossia, rispettivamente, coloro che già possiedono partecipazioni e coloro che intendono acquisirle -, in tutti i possibili rapporti con i predetti organismi; in via mediata, invece, nell'esigenza di approntare uno strumento di tutela di interessi che esulano da quelli prettamente individualistici del "socio" o del "risparmiatore", per investire il mercato ^[15]: l'idoneità a fungere da collettore di capitali destinabili ad attività produttive porta a ricercare nel suo corretto funzionamento l'interesse ultimo dell'anzidetta disciplina ^[16]. La maggiore trasparenza imposta dalla legge, o spontaneamente offerta dagli emittenti strumenti finanziari a beneficio degli investitori, infatti, si traduce in una generalizzata apertura all'informazione che, seppure indirettamente, è capace di migliorare la generale efficienza del mercato ^[17]. Informazione e trasparenza divengono così «beni pubblici» la cui tutela garantisce in via diretta il finanziamento dell'impresa e lo sviluppo dell'economia ^[18].

In questo quadro di obiettivi sono destinate ad operare tutte quelle previsioni che impongono obblighi informativi da assolversi nei confronti del pubblico ^[19].

2. – L'informazione nel procedimento di offerta e sua funzionalità alla creazione del contesto valutativo degli oblati

Nella prospettiva generale dianzi esaminata si inseriscono le disposizioni che il d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (d'ora in avanti Tuf) dedica alla disciplina dell'informazione e della trasparenza da realizzarsi nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto, le cui proposizioni riflettono tutte quelle esigenze di tutela

tipicamente correlate ai fenomeni sollecitatori che trovano causa ed effetto nel «carattere diffuso degli interessi sollecitati»^[20].

L'offerta in esame, infatti, configurandosi come un invito rivolto direttamente ai portatori di determinati titoli allo scopo di indurli alla cessione degli stessi, mira alla conclusione di un contratto di compravendita sulla base delle condizioni generali unilateralmente predisposte dal proponente^[21]. Il coinvolgimento di un elevato numero di investitori-risparmiatori, rende necessaria una loro tutela contro i rischi di erronee valutazioni delle condizioni proposte e, in particolar modo, di quelle economiche^[22]. E' un dato di comune esperienza, infatti, che nelle contrattazioni standardizzate e spersonalizzate vi sia una maggiore probabilità di abusi di una parte nei confronti dell'altra posto che talune informazioni, o più in generale lo stesso contenuto contrattuale, si trovano per lo più inseriti in prospetti o documenti attraverso i quali (e solo attraverso i quali) «deve essere possibile pervenire ad una valutazione esauriente e consapevole del regolamento negoziale»^[23].

A ciò deve aggiungersi la scarsa professionalità che, in linea di principio, caratterizza i soggetti tra i quali avviene la sollecitazione. I venditori, infatti, contrariamente all'offerente - che si determina a formulare la proposta di acquisto previa raccolta e disamina di informazioni precise ed attendibili sulla convenienza dell'operazione -, sono in linea generale dei risparmiatori muniti di scarse informazioni sull'emittente e, soprattutto, sul valore dei titoli oggetto dell'offerta. Siffatto valore è destinato a subire il riflesso di una serie di fattori, spesso imponderabili, la cui conoscenza prescinde completamente dalla titolarità dei beni cui si riferisce^[24]. Ben si comprende, allora, la costante preoccupazione del legislatore di garantire l'efficienza del mercato assicurandone la massima trasparenza e informazione: la sussistenza di un'adeguata base di conoscenze risulta funzionale al corretto agire dei risparmiatori orientandone le scelte di investimento o disinvestimento^[25].

Sotto questo secondo profilo la procedura dell'opa dovrebbe rivelarsi idonea allo scopo. Infatti, le modalità di acquisizione ad essa alternative, quali ad esempio gli acquisti a trattativa privata in borsa o fuori borsa, non coinvolgendo nell'acquisto il *pubblico*, rendono meno sentita l'esigenza di una tutela generalizzata, rimettendo il soddisfacimento del bisogno di informazione direttamente alla parte che ne abbia interesse^[26].

E' così che, mentre in forza dei principi generali che governano il contratto di vendita, il legislatore si preoccupa anzitutto di proteggere l'acquirente dai rischi connessi all'operazione - posto che, in linea generale, l'alienante, in quanto titolare del bene è sempre meglio informato sulle caratteristiche e qualità dello stesso -, diversamente in presenza di una generalizzata proposta di acquisto la situazione si rivela invertita. Considerate le peculiari caratteristiche del bene negoziato e l'elevato numero dei soggetti coinvolti, con la previsione dell'opa l'ordinamento focalizza l'attenzione sui potenziali venditori^[27] anticipandone la tutela al momento della *valutazione* dei comportamenti economici, piuttosto che a quello dell'*attuazione*^[28]. Essi possono così effettuare le proprie scelte di disinvestimento nell'ambito di un contesto informativo ispirato alla massima trasparenza che trova garanzia di affermazione nella

dettagliata descrizione della procedura di offerta^[29]. Questa si articola in fasi ben determinate, caratterizzate da precise regole comportamentali che si richiamano ai fondamentali principi di trasparenza, correttezza e parità di trattamento, la cui funzione è quella di vincolare la condotta dell'emittente e dell'offerente conformandola ai suddetti principi^[30]. Si è così in presenza di un «procedimento complesso a sequenza cronologica prestabilita»^[31], in cui ciascuna fase risulta preordinata alla realizzazione delle successive rappresentandone il presupposto di validità^[32]. Lo scopo è quello di determinare il contesto nell'ambito del quale (e solo nell'ambito del quale) l'atto traslativo è destinato a trovare compimento. La corretta scansione del procedimento, infatti, si pone in rapporto da mezzo a fine con gli interessi che la relativa previsione intende tutelare. Per questo motivo, nella

definizione del regime giuridico dell'opa, non può prescindere dalla valutazione della sequenza procedimentale, dallo scopo da essa perseguito e dal ruolo attribuito ad ogni singola fase ^[33].

La necessità di garantire agli oblati una consapevole valutazione dell'offerta, ha indotto l'ordinamento a sottoporre la corretta realizzazione del relativo procedimento alla costante verifica dell'Organo di controllo, funzionale a ricondurre entro gli schemi approntati in via primaria e regolamentare le eventuali inesattezze o mancanze comportamentali. Ciò implica l'esercizio di un potere volto all'emanazione di provvedimenti che, unitamente alle norme di rango primario di cui rappresentano specificazione, vanno a comporre la disciplina sostanziale dell'opa ^[34].

Nella ricostruzione delle linee fondamentali dell'istituto, pertanto, non può prescindere dall'esame del Regolamento approvato con deliberazione Consob del 14 maggio 1999, n. 11971 ^[35], in cui sono contenute le norme di dettaglio volte a disciplinare quegli aspetti che, in sede di redazione del Tuf, si è ritenuto opportuno rimettere all'Autorità.

3. – L'informazione preventiva. a) La comunicazione alla Consob

L'art. 102, c. 1 Tuf, impone a chi effettua un'offerta pubblica di acquisizione di darne preventiva comunicazione alla Consob ^[36]. Tale adempimento è volto a sottoporre all'attenzione dell'Organo di controllo tutti quei dati che rappresentano la base essenziale della proposta e che dovranno essere dettagliatamente specificati nel documento destinato alla pubblicazione ^[37].

La dottrina tende a ravvisare nella comunicazione un atto meramente anticipatorio di quest'ultimo documento, come tale privo di qualsivoglia autonomia funzionale ^[38]. Si consideri, infatti, che sebbene ai sensi del c. 3 della norma in esame, il documento d'offerta debba essere trasmesso alla Consob «non oltre venti giorni dalla comunicazione», l'art. 37, c. 1 reg. 11971/99 dispone che lo stesso debba essere ad essa allegato sicché il loro invio dovrà realizzarsi congiuntamente ^[39].

Si spiega in tal modo la semplificazione che, sul piano regolamentare, ha finora caratterizzato la tipologia delle informazioni che devono essere fornite con la comunicazione ^[40]. Questa, infatti, ai sensi dell'art. 37, c. 2, Reg. n. 11971/99, deve indicare: a) l'avvenuta presentazione alle competenti Autorità di eventuali richieste di autorizzazione all'acquisto dei titoli oggetto dell'offerta ^[41], nonché b) la sussistenza della delibera di convocazione dell'assemblea chiamata a decidere l'emissione degli strumenti finanziari da offrire in corrispettivo ^[42]. A tali indicazioni dovranno aggiungersi le informazioni relative ai mezzi finanziari funzionali all'adempimento degli impegni derivanti dall'offerta, la cui documentazione deve essere oggetto di specifica allegazione ^[43], l'identità dell'offerente e dell'emittente, il quantitativo e la natura dei titoli che si intendono acquisire nonché la tipologia di offerta. Tali informazioni, oltre ad essere dirette a «rappresentare» l'operazione alla Consob, si ritengono un *minus* indispensabile per rendere pubblica l'offerta.

Si è già avuto modo di osservare che, secondo la normativa primaria, l'offerente è tenuto a presentare il documento d'offerta non oltre venti giorni dall'invio della comunicazione alla Consob, a pena di irricevibilità ^[44]. Da questo momento decorre un termine di quindici giorni entro il quale l'Organo di controllo può esprimersi in ordine alla sua divulgazione previa valutazione dell'idoneità a garantire ai destinatari dell'offerta di pervenire ad un fondato giudizio. A tale scopo, la Consob può indicare all'offerente eventuali informazioni integrative da fornire, specifiche modalità di pubblicazione del documento nonché particolari garanzie da prestare ^[45]. In caso di richiesta di informazioni supplementari, il periodo istruttorio può essere sospeso dalla Consob in misura non superiore a quindici giorni al fine di garantire la celerità della procedura che, di conseguenza, deve necessariamente esaurirsi

nel termine massimo di trenta giorni.

L'istruttoria della Consob è funzionale all'approvazione del documento d'offerta sicchè la relativa fase può chiudersi con un provvedimento espresso ovvero tacito, destinato a formarsi per semplice decorso del termine normativamente previsto, secondo la procedura di silenzio-assenso contemplata dall'art. 102, c. 4 Tuf^[46].

Sulla base dell'interpretazione letterale di tale ultima norma, parte della dottrina tende ad escludere che la pubblicazione del documento d'offerta possa avvenire prima dello spirare del periodo istruttorio, anche in presenza di un'approvazione espressa^[47]. Altri, invece, ritengono che l'emanazione di un formale provvedimento di approvazione valga di per sé ad esaurire la fase istruttoria sicchè l'offerente potrebbe procedere alla pubblicazione del documento, anche prima del decorso dei prescritti quindici giorni^[48]. Si prospetta così una sostanziale coincidenza tra gli effetti di un provvedimento espresso, emanato in via anticipata, e quelli di un provvedimento tacito che si perfeziona alla fine del periodo istruttorio.

A favore della seconda impostazione sembrerebbero potersi richiamare una serie di motivazioni formali e sostanziali. Dal primo punto di vista, l'assimilazione tra provvedimento espresso e tacito ben si concilia con i generali principi dell'ordinamento amministrativo volti a conferire efficacia provvedimentale al silenzio-assenso attraverso l'equiparazione dell'inerzia della P.A. all'emanazione di un vero e proprio atto a contenuto positivo^[49]. Dal punto di vista sostanziale, invece, la medesima assimilazione non pare compromettere la regolarità della procedura di offerta che, nella sua fase iniziale, è volta a garantire il controllo dell'Autorità sulla correttezza dell'informazione. Se questo controllo può presumersi di fatto avvenuto per il semplice decorso del termine istruttorio, a maggior ragione la sua attuazione potrà configurarsi con certezza rispetto ad un provvedimento espresso. In ambedue i casi, vi sarà stato un controllo dell'Autorità funzionale ad evitare che un'indiscriminata divulgazione di informazioni possa compromettere il corretto svolgimento dell'offerta.

In seguito all'emanazione di un provvedimento espresso reso in via anticipata, ogni eventuale irregolarità dell'informazione non riscontrata in sede di controllo preventivo potrà essere successivamente sanzionata dalla Consob con l'adozione di misure interdittive e cautelari^[50]. E ciò sia che si provveda alla pubblicazione immediata del documento d'offerta, sia che si attenda il decorso dell'intero termine istruttorio^[51].

4. – (Segue). b) Gli adempimenti funzionali a rendere pubblica l'offerta

Contestualmente alla comunicazione alla Consob, l'offerente deve rendere di pubblico dominio la decisione di promuovere l'offerta con le modalità di cui all'art. 114 Tuf, ossia mediante invio di un comunicato alla società di gestione del mercato e ad almeno due agenzie di stampa (artt. 37, c. 5 e 66 Reg. 11971/99)^[52].

Il richiamo alla norma che disciplina le comunicazioni al pubblico, sottolinea la volontà di garantire la parità e tempestività dell'informazione a beneficio del mercato e, più in particolare, di coloro che risultano coinvolti nell'offerta^[53]. Lo scopo è quello di porli sull'avviso dell'imminente formalizzazione di una proposta di acquisto dei titoli (alle condizioni e modalità destinate a trovare migliore specificazione nel documento d'offerta), di cui l'Autorità risulta già investita per effetto della comunicazione preventiva^[54].

In questo modo la decisione, ovvero la sussistenza dell'obbligo di promuovere l'offerta, finiscono con l'assumere il carattere di informazioni privilegiate la cui divulgazione comporta uno spiccato effetto *price sensitive*^[55]. Ciò induce a ravvisare un necessario parallelismo tra «comunicazione» alla Consob e «comunicato» al mercato: entrambi garantiscono l'informazione preliminare dell'offerta, solo che la

prima ne orienta il flusso verso l'Autorità, il secondo, invece, verso il pubblico e i soggetti più direttamente interessati alla relativa notizia. Tale affinità funzionale torna utile ai fini dell'individuazione in dettaglio del contenuto del comunicato che andrà sempre calibrato sul tenore della comunicazione alla Consob.

Attualmente, sul presupposto che l'Autorità di Vigilanza viene a conoscenza della bozza di documento d'offerta già in sede di comunicazione preventiva, è previsto che il comunicato debba indicare gli elementi essenziali dell'offerta, le finalità della stessa, le garanzie che vi accedono, le modalità di finanziamento, le eventuali condizioni di efficacia nonché l'entità delle partecipazioni detenute o acquisibili dall'offerente e dai soggetti che agiscono con lui di concerto, oltre che l'indicazione degli eventuali consulenti ^[56]. Al fine di precisarne meglio il contenuto può rivelarsi utile il ricorso allo schema esplicativo delle modalità di redazione del documento d'offerta in ragione della coincidenza delle informazioni che devono esservi inserite. Nel tentativo di ricostruire l'ambito dell'informazione funzionale a «rendere pubblica» l'offerta, dunque, si impone un necessario riferimento alle indicazioni dell'Allegato 2A del Reg. n. 11971/99 e agli schemi redazionali in esso contenuti.

In tale provvedimento per «elementi essenziali dell'offerta» si intendono il quantitativo dei titoli che ne formano oggetto nonché il corrispettivo e la durata della stessa. Si ritiene che nel comunicato tali informazioni debbano essere completate con l'indicazione dell'offerente e dell'emittente al fine di comprovare la provenienza dell'offerta e circoscriverne i destinatari ^[57].

Nell'Allegato non vi è alcuna indicazione in merito alle «finalità dell'operazione». L'espressione, tuttavia, sul piano interpretativo può essere posta in relazione con le motivazioni ed i programmi dell'offerente, risolvendosi in un'illustrazione della tipologia di offerta e delle ragioni ad essa sottostanti ^[58].

Maggiore precisione, invece, può riscontrarsi in merito all'indicazione relativa alle «garanzie» dell'operazione. Si tratta di garanzie che l'offerente deve prestare ai fini dell'esatto adempimento dell'offerta e che, a prescindere dalla natura e dalle modalità di costituzione, devono necessariamente presentare requisiti di immediata liquidabilità.

Le «modalità di finanziamento dell'offerta», invece, si pongono in relazione alle motivazioni ed ai programmi futuri dell'offerente. La loro indicazione sembrerebbe finalizzata a render noto il grado di indebitamento previsto per l'attuazione dell'offerta, di modo che i destinatari possano valutarne i possibili riflessi sulla realizzazione delle finalità dichiarate nel documento.

Le «condizioni dell'offerta» si distinguono a seconda che siano poste dall'offerente o dettate dalla legge. In entrambi i casi, si tratta di condizioni di efficacia.

L'indicazione delle «partecipazioni detenute e acquistabili dall'offerente o da soggetti che agiscono di concerto con lui», invece, presuppone un necessario riferimento al numero, categoria e titolo di possesso degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, all'eventuale stipulazione di contratti di riporto ovvero costituzione di garanzie pignoratorie e diritti di usufrutto sugli stessi.

I «nominativi degli eventuali consulenti», individuano gli intermediari che assistono l'offerente nella realizzazione dell'operazione.

Alla luce di queste indicazioni appare chiaro che il comunicato in esame, come attualmente previsto, non rappresenta che un «sunto» del documento che deve essere sottoposto all'approvazione della Consob, la cui funzione può ritenersi riepilogativa ed anticipatoria delle informazioni che saranno in esso ulteriormente specificate ^[59]. La sua divulgazione consente al mercato di apprezzare i termini generali della proposta che sarà successivamente formalizzata.

Si instaura così uno stretto legame tra comunicato e offerta definitiva in virtù del quale deve escludersi che chi ha proceduto alla diffusione del comunicato possa successivamente avere un «ripensamento» in ordine alla realizzazione di quanto in esso indicato ^[60]; così come va escluso che in tale atto possano essere apposte condizioni alle quali subordinare la successiva formulazione dell'offerta ^[61].

L'intento è quello di evitare che chi abbia reso note informazioni destinate ad incidere sulle dinamiche del mercato possa con molta disinvoltura non rispondere degli effetti derivanti dalla loro

«pubblica» conoscenza. Il che porta a ritenere che dalla divulgazione del comunicato possa derivare un vincolo alla prosecuzione del procedimento.

Simile interpretazione appare coerente con la prospettata funzione “anticipatoria” dell’atto in questione. Infatti, se esso è volto a preannunciare al mercato un evento futuro per la cui realizzazione si è sollecitato l’intervento dell’Autorità, appare difficile che, al di fuori dei casi in cui l’istruttoria di questa non si chiuda con esito positivo, gli effetti dell’informativa resa possano essere posti nel nulla. Il comunicato in esame rappresenta pur sempre un atto “ufficiale” del procedimento di offerta e la sua divulgazione attesta che l’*iter* previsto per la sua realizzazione è stato attivato. Ne deriva che, seppur non equiparabile negli effetti al documento di offerta vero e proprio, esso deve ritenersi in ogni caso idoneo a creare un affidamento circa la successiva realizzazione dell’operazione indicata ^[62].

Tale conclusione sembrerebbe trovare conforto nell’art. 102, c. 2 Tuf che, nel distinguere gli adempimenti funzionali a rendere pubblica l’offerta dalla presentazione del relativo documento, prescrive che quest’ultimo debba essere sottoposto alla Consob non oltre venti giorni dalla comunicazione. Le conseguenze del mancato rispetto del termine sono l’irricevibilità del documento e l’interdizione dal promuovere l’offerta sugli stessi titoli per il periodo di un anno.

L’ordinamento, dunque, non rimane indifferente rispetto alla mancata proposizione di un’offerta annunciata ma, anzi, la sanziona condannando l’offerente ad un temporaneo stato di quiescenza rispetto all’operatività sui titoli che ne formano oggetto ^[63].

5. – L’informazione sul regolamento contrattuale. Il documento d’offerta

Il documento d’offerta è l’atto nel quale viene formalizzata la dichiarazione che l’offerente rivolge ai possessori dei titoli al fine di sollecitarli alla vendita. Esso, dunque, contiene la vera e propria proposta contrattuale che, ottenuta l’approvazione della Consob, diviene effettiva e vincolante con la pubblicazione ^[64]. A partire da tale momento, infatti, l’offerente non può più ritirare discrezionalmente la propria dichiarazione né ritrattarne il contenuto, essendogli consentita soltanto la possibilità di apportare modifiche, in senso migliorativo, al prezzo, alla quantità dei titoli richiesti e alle condizioni di efficacia dell’offerta. Per gli oblati, invece, si prefigura un diritto soggettivo all’accettazione dell’offerta ^[65].

La predisposizione del documento d’offerta si configura come un adempimento preliminare posto a carico dell’offerente il quale, ai sensi dell’art. 37 c. 1 Reg. 11971/99, è tenuto ad inviarne la bozza alla Consob allegandola alla comunicazione preventiva ^[66]. La sua redazione, pertanto, costituisce una fase essenziale del procedimento in cui trova espressione quel principio indefettibile del mercato finanziario per il quale non può aversi sollecitazione pubblica del risparmio senza la preventiva redazione e pubblicazione di un prospetto informativo ^[67].

La normativa primaria non contiene alcun riferimento specifico al contenuto essenziale del documento, limitandosi a stabilirne genericamente la funzionalità a «consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull’offerta» ^[68]. Ogni determinazione in merito viene rimessa alla Consob che vi provvede in via regolamentare, ai sensi dell’art. 103, c. 4, lett. a) Tuf.

Al documento d’offerta è attualmente dedicato l’art. 38 Reg. n. 11971/99 che, però, si occupa per lo più delle modalità di diffusione. Nell’individuazione del contenuto minimo si impone, pertanto, un necessario riferimento agli schemi esplicativi di cui all’Allegato 2A del medesimo Reg., che contengono indicazioni vincolanti in tal senso ^[69].

In linea di massima, il documento in esame presenta una strutturazione tale da assicurare ai destinatari un’agevole conoscenza del suo contenuto, posto che anche il modo di presentazione incide sulla qualità dell’informazione e sulla sua idoneità a consentire una valutazione consapevole. A tale scopo, tutte le indicazioni risultano articolate in paragrafi ordinati alfabeticamente ed intitolati ad una tipologia di informazione generale che trova migliore specificazione in sottoparagrafi, a loro volta

contraddistinti secondo un criterio alfanumerico e diretti ad illustrare, in maniera più dettagliata, l'informazione nei suoi differenti aspetti. Inoltre, i dati che più direttamente rilevano ai fini della valutazione dell'offerta trovano collocazione nella parte iniziale del documento ^[70]. In questo modo, gli oblati possono avere un'immediata percezione del nucleo fondamentale della proposta sulla base di una prima indicazione dei suoi termini costitutivi che trovano approfondimento e completamento nel seguito del documento, anche con notazioni di carattere tecnico ^[71]. I singoli paragrafi si susseguono in base all'importanza che le informazioni espresse assumono sul piano valutativo. L'offerente, pertanto, è vincolato all'ordine espositivo delineato dagli schemi di riferimento che, in linea di massima, si presenta nel seguente modo:

Avvertenze. – La parte iniziale del documento d'offerta ricomprende una serie di indicazioni sulle quali viene opportunamente richiamata l'attenzione dei destinatari. Si tratta di taluni aspetti salienti che rappresentano in sintesi il contenuto dell'offerta e la cui conoscenza si ritiene essenziale ai fini valutativi. Essi riguardano in particolare:

- le condizioni cui è subordinata l'efficacia dell'offerta apposte dall'offerente o prescritte dalla legge, il cui mancato avveramento ne determina la caducazione ^[72].

Tale informazione risulta di ovvia rilevanza nell'ottica della tutela dell'affidamento degli oblati in quanto funzionale a porli sull'avviso che l'acquisto da parte dell'offerente va valutato come un accadimento solo possibile o probabile sicché sino all'avveramento della condizione non vi è spazio per legittime aspettative sulla conclusione del contratto.

L'offerente non è libero di dedurre in condizione qualsiasi evento ^[73]. In particolare, ai sensi dell'art. 40, c. 1, Reg. 11971/99, l'efficacia dell'offerta non può essere sottoposta a condizioni il cui verificarsi dipende dalla sua mera volontà. Rimettere alla valutazione arbitraria di tale soggetto se effettuare o meno l'acquisto significherebbe, infatti, permettergli di aggirare il principio di irrevocabilità dell'offerta ogniqualvolta l'operazione possa avere per lui un'evoluzione in concreto sconveniente ^[74];

- il riferimento al comunicato che verrà emesso dall'emittente, ovvero l'indicazione del suo inserimento in appendice al documento d'offerta. Da tale ultima circostanza è possibile desumere il carattere ostile o amichevole dell'operazione che rappresenta un non trascurabile elemento valutativo per gli oblati. Questi, infatti, nel primo caso possono essere chiamati a deliberare sull'eventuale compimento di azioni difensive volte a frustrare l'iniziativa dell'offerente, nel secondo, invece, possono essere esortati ad accettare l'offerta;

- se l'offerta ha ad oggetto titoli quotati, la determinazione dell'offerente in merito alle conseguenze del superamento di determinate soglie percentuali per effetto delle accettazioni degli oblati.

Tale informazione consente di valutare i rischi connessi alla mancata accettazione dell'offerta in relazione al successivo contegno dell'offerente il quale, in caso di superamento della soglia del 90% dei titoli, potrà decidere di ricostituire il flottante ovvero acquistare i titoli residui da chi ne faccia richiesta. In quest'ultimo caso, i destinatari dell'offerta sono posti sull'avviso che la società sarà destinata a chiudersi al mercato con conseguente riduzione delle possibilità di liquidazione dell'investimento ^[75].

Elementi essenziali dell'offerta. – Si tratta della schematica indicazione del quantitativo dei titoli richiesti, del corrispettivo dell'offerta e della durata, la cui determinazione è destinata a trovare una più ampia specificazione in altri paragrafi ^[76]. Il loro inserimento nella parte iniziale del documento d'offerta vale ad assicurarne la maggiore conoscibilità da parte dei destinatari, trattandosi di elementi che vengono normalmente in rilievo nell'esame delle proposte di compravendita.

Soggetti partecipanti all'operazione. - In questo paragrafo figurano le informazioni relative all'offerente, all'emittente i titoli oggetto dell'offerta e agli intermediari che intervengono nell'operazione.

L'identificazione dell'offerente presuppone, nel caso di persona fisica, l'indicazione del nome,

mentre nel caso di società l'indicazione della denominazione, della forma giuridica e della sede legale ^[77].

Tale informazione risulta di fondamentale importanza nelle offerte pubbliche di acquisto destinate a porre in discussione la gestione in quanto la decisione relativa alla cessione dei titoli non potrebbe dirsi consapevole se si limitasse alla mera valutazione del corrispettivo. In questo caso, infatti, gli oblati sono per lo più chiamati ad esprimere una scelta fiduciaria e, a seconda della personalità di chi intende acquisire il controllo, potranno essere indotti ad accettare il rischio di una nuova gestione, così come a scongiurare la possibilità di un suo mutamento in virtù dei possibili riflessi sulla capacità reddituale della società e sull'andamento del prezzo del titolo ^[78].

L'individuazione dell'offerente assume una grande rilevanza anche dal punto di vista formale. La relativa indicazione, infatti, consente di delineare l'ambito soggettivo di riferimento delle eventuali violazioni della normativa sull'offerta e di imputarne in modo corretto le conseguenti responsabilità ^[79]. L'offerente, pertanto, anche avvalendosi di intermediari o interposte persone, deve sempre rivelare la propria identità ^[80]. In caso contrario, le eventuali sanzioni verrebbero a ricadere su supposti mandatarî o rappresentanti e chi paradossalmente beneficia delle conseguenze degli abusi e delle scorrettezze da essi perpetrate potrebbe sottrarsi alle reazioni dei destinatari dell'offerta, oltre che alla condanna morale e al biasimo dell'ambiente degli affari e, più in generale, del mercato ^[81].

Anche l'identificazione della società emittente presuppone l'indicazione della denominazione, forma giuridica e sede legale. Gli schemi esemplificativi di documento d'offerta contemplano anche altre notazioni di carattere tecnico relative all'attività, all'eventuale gruppo di appartenenza, alla composizione del capitale e degli organi sociali ^[82].

Oltre che a definire il quadro generale dell'operazione proposta, l'informazione in esame contribuisce anche ad individuare l'Autorità tenuta a vigilare sul suo svolgimento. Il riparto di competenze tra Consob ed altri Organismi di vigilanza si delinea, infatti, in base al duplice criterio della sede legale della società emittente e del mercato di negoziazione dei relativi titoli. Tale ultima determinazione vale, a sua volta, ad individuare la disciplina applicabile ai più rilevanti profili dell'offerta quali la determinazione del corrispettivo, la procedura, il contenuto del documento e la sua divulgazione ^[83].

Gli intermediari partecipanti all'operazione sono coloro che supportano l'offerente nella realizzazione dell'offerta attraverso il materiale compimento degli atti funzionali al suo svolgimento. Si tratta per lo più di banche o altri intermediari professionali.

Gli schemi di documento prevedono che di essi debba essere indicato lo specifico ruolo ricoperto nella procedura, cui si riconnette l'informazione sul compenso a ciascuno spettante ^[84].

Dal punto di vista pratico l'identificazione di tali soggetti assume uno specifico rilievo in rapporto alla base informativa degli oblati, dato che presso di essi sono di norma reperibili il documento d'offerta e la scheda di adesione. La relativa designazione appare, quindi, opportuna in quanto con la loro dislocazione territoriale gli intermediari possono arrivare ad operare su tutte le aree di diffusione dei titoli richiesti dall'offerente, agevolando così le adesioni all'offerta ^[85]. Inoltre, la presenza di tali soggetti funge anche da garanzia della serietà dell'operazione. Infatti, l'intermediario che accetta l'incarico pone in gioco la propria reputazione in quanto rischia di dover rispondere al mercato della condotta dell'offerente ^[86].

Categorie e quantitativi dei titoli oggetto dell'offerta. - L'oggetto dell'offerta presuppone un'informazione di ordine quantitativo-qualitativo in quanto si riferisce sia al numero sia alla tipologia dei titoli richiesti ^[87].

Nelle offerte volontarie tale determinazione è interamente rimessa all'offerente, il quale è libero di

proporre l'acquisto di qualunque entità di titoli prescegliendone, altresì, la categoria [88]. Se l'offerta è obbligatoria, invece, l'individuazione dell'oggetto nella duplice componente qualitativa-quantitativa è direttamente operata dalla legge.

L'indicazione del quantitativo segna il limite massimo entro il quale l'offerente può ritenersi obbligato ad eseguire l'acquisto. Conseguentemente, egli sarà vincolato solo verso coloro che, con le rispettive accettazioni, concorreranno al raggiungimento del limite [89]. Questo, peraltro, oltre che in numerario, deve essere espresso anche in termini percentuali rapportabili all'intero capitale sociale sicchè, in caso di emissione di nuovi titoli a scopo difensivo, il mancato raggiungimento della percentuale consente all'offerente di liberarsi dagli impegni derivanti dall'offerta [90].

Negli schemi esemplificativi di documento, l'informazione relativa all'oggetto dell'offerta si completa con l'indicazione delle autorizzazioni alle quali è eventualmente subordinato l'acquisto, necessarie ove la società emittente sia sottoposta alla vigilanza di una pubblica autorità [91], nonché con l'indicazione delle modalità e dei termini di adesione all'offerta e delle prescrizioni relative al deposito dei titoli [92].

L'offerente deve anche specificare in quali Stati viene promossa l'offerta qualora i titoli richiesti abbiano una diffusione che travalica i confini nazionali [93].

Quantitativo minimo di accettazioni.- Oltre che nel massimo, l'impegno dell'offerente può essere precisato anche nel minimo, mediante indicazione di un numero di titoli inferiore a quello complessivamente richiesto, che funge da limite al di sotto del quale vi è la facoltà di non dar corso all'acquisto. Tale soggetto, infatti, nel promuovere l'offerta ha evidentemente di mira uno scopo ben preciso che un quantitativo inferiore potrebbe non consentirgli di perseguire [94].

In questo modo, viene ad assumere rilievo la cosiddetta «essenza dell'affare», insita nella concreta possibilità di realizzazione dell'interesse dell'offerente che funge da limite attuativo dell'offerta ove le adesioni alla stessa non ne garantiscano l'adeguato soddisfacimento [95]. Tale soggetto può così trarsi d'impaccio da un'acquisizione inopportuna posto che, in assenza di specificazione, sarebbe obbligato ad acquistare i titoli presentati in adesione anche per quantitativi irrisori [96].

Gli oblati, dal canto loro, sono in grado di percepire nell'indicazione del numero minimo di adesioni un elemento condizionante, ostativo al sorgere di un legittimo affidamento sulla conclusione del contratto posto che, negli schemi esemplificativi di documento, il relativo limite si pone in funzione dell'«irrevocabilità» dell'offerta.

L'espressione ha dato luogo ad una serie di dubbi interpretativi [97]. Si osserva, infatti, che se è in facoltà dell'offerente indicare un quantitativo minimo di titoli perché l'offerta divenga irrevocabile, la sua mancata indicazione dovrebbe renderla *a contrario* revocabile [98]. Tale conclusione si pone in evidente contrasto con il disposto dell'art. 103, c. 1 Tuf, secondo cui l'offerta è sempre irrevocabile a pena di nullità [99].

Per superare l'*impasse* si dovrebbe considerare l'indicazione del quantitativo minimo di accettazioni non come requisito di irrevocabilità, bensì come requisito di efficacia dell'offerta [100]. Conseguentemente, il deposito di un numero corrispondente di titoli avrà l'effetto di stabilizzare la proposta segnando il limite oltre il quale l'impegno dell'offerente diventa certo e definitivo. In questo modo l'offerta diviene vincolante solo nel momento in cui sia stato portato in adesione il quantitativo richiesto mentre, in caso contrario, non vi sarà alcun impegno acquisitivo.

Nel vigore della precedente disciplina, l'offerente poteva riservarsi la facoltà di procedere ugualmente all'acquisto anche qualora il numero dei titoli portati in adesione fosse inferiore al minimo richiesto. Tale decisione implicava una rinuncia unilaterale alla condizione sul quantitativo indicato nel

documento, da esercitarsi entro cinque giorni dalla pubblicazione dei risultati relativi alle accettazioni ^[101].

Benché il Tuf non contempli una simile previsione, la riserva continua ad essere inserita nei documenti d'offerta ^[102]. La prassi non ha mancato di suscitare le perplessità di quanti ravvisano nella rinunciabilità della condizione sul numero minimo di adesioni un espediente con cui potrebbero aggirarsi taluni principi fondamentali della disciplina dell'opa ^[103]. Si assume, infatti, che laddove l'offerente possa condizionare l'acquisto al raggiungimento di un numero elevato di adesioni, rinunciando alla condizione qualora l'evento dedotto non si verifichi, l'efficacia dell'offerta sarebbe subordinata alla sua mera volontà ^[104]. In questo modo verrebbe irrimediabilmente compromesso il principio di irrevocabilità dell'offerta e, unitamente ad esso, verrebbe violata anche la norma che vieta l'apposizione di condizioni meramente potestative.

L'impostazione in esame attribuisce alla rinuncia alla condizione sul quantitativo minimo i medesimi effetti di una condizione meramente potestativa espressamente esclusa dall'art. 40, c. 1 Reg. 11971/99. Si tratta di equiparazione che non appare pienamente convincente posto che, sul piano formale, l'esplicito riferimento della norma regolamentare «a condizioni il cui verificarsi dipende dalla mera volontà dell'offerente», dovrebbe comportare la limitazione del divieto ai soli casi in cui la volontà arbitraria di tale soggetto assurga a contenuto della clausola condizionale ovvero caratterizzi in via esclusiva l'evento in essa dedotto ^[105]. Ne consegue che, al di fuori di queste eventualità, ogni altra manifestazione della volontà dell'offerente dovrebbe considerarsi validamente riferibile all'offerta ponendosi al di fuori del divieto.

Ancor meno convincente appare l'esaminata impostazione laddove considera la rinuncia alla condizione come possibile meccanismo elusivo del principio di irrevocabilità dell'offerta. E' noto, infatti, che la revoca si configura come un atto con il quale si toglie rilevanza ad un atto precedente al fine di impedirne la produzione degli effetti ^[106]. Si ha in pratica la ritrattazione di una volontà già manifestata posto che si "disvuole" ciò che prima si è voluto. La revoca, pertanto, presuppone l'esistenza di un atto sul quale è destinata ad incidere provocandone l'eliminazione. Può trattarsi anche di un atto di per sé improduttivo di effetti negoziali immediati (quale ad esempio una proposta contrattuale o un'offerta al pubblico), nel qual caso ne viene impedito il successivo dispiegarsi ^[107].

Tali osservazioni consentono di escludere, già sul piano formale, la possibilità di una revoca dell'offerta qualora, in difetto di avveramento della condizione, la stessa sia divenuta inefficace. In questo caso, infatti, non vi è alcun effetto da impedire posto che non si è realizzato l'evento al quale ne era subordinata la produzione.

Gli effetti della revoca, peraltro, non potrebbero prospettarsi neppure come conseguenza indiretta della rinuncia alla condizione, insita nell'esercizio della riserva di acquisto. Una simile espressione di volontà, infatti, non vale a togliere rilevanza ad un atto (l'offerta) che non ne ha mai acquisito, ma è volta ad eliminare un ostacolo alla produzione di effetti che, in caso contrario, tale atto non potrebbe di per sé produrre ^[108].

A ciò si aggiunga che l'irrevocabilità, quale principio fondamentale dell'opa, è destinato a trovare applicazione solo nel periodo previsto per le adesioni. Decorso tale spazio temporale senza che la condizione si sia avverata, non vi può più essere possibilità di sua violazione, dato che ne viene a mancare il principale presupposto ossia l'esistenza di un atto da revocare ^[109].

L'impostazione in esame, invece, coglie nel segno laddove prospetta l'inconciliabilità tra rinuncia alla condizione sul quantitativo minimo e tutela dell'informazione. Si osserva, infatti, che l'indicazione di una soglia irriducibile dell'acquisto, dovrebbe rappresentare il presupposto dei programmi futuri dell'offerente sicché se tale soggetto decidesse di dare ugualmente corso all'acquisizione di un quantitativo inferiore di titoli, ne verrebbe compromessa la chiarezza dell'informazione sulle prospettive a venire. Per questo motivo, sarebbe opportuno che la rinuncia alla condizione fosse adeguatamente motivata, soprattutto con riferimento agli obiettivi che l'acquirente si propone di raggiungere disponendo

[110]

di un quantitativo inferiore di titoli

La soluzione prospettata si inserisce perfettamente nell'ottica della tutela dei destinatari dell'offerta in quanto riesce a conciliare l'interesse di chi l'abbia accettata, ad avere un'ulteriore *chance* di alienazione, con quello di non l'abbia accettata, ad avere conoscenza, almeno in linea teorica, dei possibili effetti dell'acquisto del quantitativo inferiore, in rapporto alle indicazioni programmatiche espresse per giustificare la rinuncia alla condizione

[111]

Corrispettivo offerto e sua giustificazione. – L'indicazione del corrispettivo costituisce l'informazione che, forse più di ogni altra, incide in via immediata nella formazione del giudizio degli oblati.

[112]

In linea generale, il corrispettivo dell'offerta può essere costituito da denaro o da titoli, ovvero in parte da denaro e in parte da titoli già emessi o di nuova emissione. Nelle offerte volontarie la sua determinazione spetta esclusivamente all'offerente il quale è anche libero di fissarne l'entità. Al contrario, nelle offerte obbligatorie natura e misura del corrispettivo devono conformarsi alle prescrizioni stabilite dalla legge e l'offerente deve dare conto dei criteri seguiti per la determinazione.

[113]

Al fine di consentire agli oblati la valutazione circa la convenienza del corrispettivo, l'offerente deve riportare nel documento una serie di dati economici e finanziari relativi all'emittente – quali dividendi, *cash flow* per azione, patrimonio netto per azione della società o del gruppo -, cui può essere rapportato l'effettivo valore dei titoli. Ai medesimi fini deve essere indicato anche il valore ad essi attribuito in occasione di fusioni, scissioni, aumenti di capitale, offerte pubbliche, emissione di buoni di sottoscrizione e trasferimenti di pacchetti significativi effettuati nell'ultimo esercizio o nell'esercizio in corso.

A tutte queste indicazioni dovrebbe rapportarsi la giustificazione dell'offerente, la cui necessaria esplicitazione è funzionale alla verifica circa la corrispondenza tra corrispettivo offerto e valore del titolo come risultante dall'applicazione degli indicatori. Ogni scostamento non confortato da circostanze oggettive può comportare la richiesta di chiarimenti da parte della Consob

[114]

Al di fuori di tale ultima eventualità, la determinazione del corrispettivo operata nel documento non può essere sindacata dall'Autorità in quanto i suoi poteri sono finalizzati al controllo circa l'esattezza e la completezza delle informazioni in esso rese e non possono investire il merito, l'opportunità e la convenienza delle condizioni proposte

[115]

Ove nel corrispettivo siano inclusi titoli di qualsivoglia natura, il documento deve contenere le informazioni ad essi relative (art. 106).

Modalità di corresponsione del corrispettivo e garanzie di esatto adempimento. - Tali informazioni si riconnettono alla fase esecutiva dell'offerta e riguardano, nello specifico, l'adempimento dell'obbligazione dell'offerente.

L'esecuzione rappresenta un momento eventuale dell'offerta, in quanto è destinata a realizzarsi solo ove la relativa procedura abbia avuto esito positivo, il che implica la sussistenza di un numero di accettazioni corrispondente a quello indicato nel documento ovvero la rinuncia espressa al quantitativo minimo. L'offerente deve rendere note le modalità con cui intende porre il corrispettivo a disposizione degli oblati mediante indicazione dei tempi e dei luoghi previsti per la sua riscossione

[116]

Secondo le indicazioni degli schemi esemplificativi di documento d'offerta la corresponsione del corrispettivo deve essere assistita da garanzie di esatto adempimento con carattere di «immediata liquidabilità»

[117]

Ciò significa che il mezzo indicato deve essere idoneo ad assicurare, senza indugio, l'esecuzione dell'obbligazione nel caso in cui l'offerente non possa condurre a termine l'acquisizione.

Scopo della garanzia è quello di evitare che i riflessi di un eventuale inadempimento dell'offerta possano ricadere sugli oblati e, conseguentemente, riverberarsi sul mercato pregiudicandone il corretto funzionamento. La sua costituzione, pertanto, mira a far sì che tutte le obbligazioni relative all'offerta possano imputarsi all'offerente

[118]

Ove il corrispettivo dell'offerta sia rappresentato da denaro, la garanzia viene normalmente costituita immettendo in deposito vincolato, presso istituzioni creditizie di primaria importanza, le somme necessarie per l'adempimento, ovvero ottenendone la disponibilità a titolo di finanziamento irrevocabile su concessione di un *pool* di banche ^[119]. In entrambi i casi, il documento deve precisarne l'esclusiva destinazione al pagamento del corrispettivo dell'offerta ^[120].

Poiché la garanzia incide in via diretta sull'interesse economico degli oblati, la Consob può sindacarne l'adeguatezza in sede di controllo sul documento d'offerta, se del caso indicando all'offerente i mezzi più idonei per la sua costituzione ^[121].

Motivazioni dell'offerta e programmi futuri dell'offerente. - L'offerente è tenuto a dichiarare le ragioni sottese alla proposizione dell'offerta e ad esplicitare le strategie di tipo organizzativo e gestionale che intende realizzare in caso di esito positivo. In questo modo, gli oblati possono avere una visione prospettica della futura conduzione della società e, conseguentemente, orientarsi nella scelta relativa alla cessione dei titoli assumendo una decisione che non sarà determinata unicamente dal corrispettivo ^[122]. Le dichiarazioni programmatiche, infatti, consentono di tenere adeguatamente conto degli effetti che un'eventuale mutamento di gestione potrà avere sul valore del titolo.

Negli schemi esemplificativi di documento d'offerta, l'informazione in esame si compone di varie indicazioni. L'offerente deve, prima di tutto, enucleare i presupposti giuridici dell'acquisizione, precisandone il carattere volontario o obbligatorio; secondariamente, deve specificare in dettaglio le modalità di finanziamento onde chiarire se i debiti contratti scaturiscano da un'operazione di *leveraged buyouts* con effetti destinati a ricadere sulla società emittente. Inoltre, ai sensi dell'art. 6, par. 3 lett. i) dir. opa, egli deve esprimere le proprie intenzioni anche in merito alla futura attività della stessa società offerente, ove questa possa essere influenzata dall'offerta, nonché enunciare i piani strategici relativi ad essa ed alla società emittente precisandone le ricadute sull'occupazione ed i siti di lavoro. Ciò implica una descrizione della futura gestione, nonché la prospettazione della politica degli investimenti e delle eventuali ristrutturazioni e riorganizzazioni oltre che delle modifiche da apportare alla composizione dell'organo amministrativo e allo statuto ^[123].

L'informazione in esame è costituita essenzialmente da valutazioni e previsioni formulate unilateralmente dall'offerente in riferimento ai benefici attesi dall'acquisizione. Si tratta, in sostanza, di enunciazioni dotate di un certo effetto suggestivo per gli oblati, i quali, in base ad esse, possono decidere di vendere, non vendere affatto oppure di accettare solo parzialmente la proposta allo scopo di beneficiare al contempo del prezzo offerto e degli effetti attesi dalla nuova gestione ^[124]. Per questo motivo si pone il problema di individuare il grado di vincolatività insito nella relativa informazione, anche al fine di verificare le possibilità di tutela di quanti abbiano deciso di non aderire all'offerta per avere valutato positivamente un programma rimasto sostanzialmente inattuato.

In linea di principio, si tende a riconoscere la responsabilità dell'offerente che, una volta acquisito il controllo, ometta di realizzare le strategie enunciate nel documento d'offerta ^[125]. Si assume, infatti, che l'indicazione delle intenzioni future rappresenta un elemento di giudizio degli oblati idoneo a condizionarne in certo qual modo la decisione ^[126]. Nel momento in cui l'offerente esplicita le proprie intenzioni, si impegna automaticamente ad una condotta futura divenendo responsabile ogniqualvolta vi sia una divergenza tra comportamento programmato e comportamento realizzato ^[127].

Tale tipo di responsabilità viene esclusa da altra parte della dottrina che, seppur ammettendone la configurabilità in astratto, ravvisa una serie di ostacoli di ordine soggettivo che ne impedirebbero l'affermazione in concreto ^[128]. In via preliminare, si opera una distinzione tra chi ha accettato e chi ha rifiutato l'offerta, assumendosi che la mancata realizzazione dei programmi futuri possa valere quale impegno pattiziamente assunto dall'offerente solo nei confronti di chi sia stato sua controparte

contrattuale ^[129].

Si rileva, tuttavia, che la controparte dell'offerente è normalmente costituita da soggetti che, essendosi spogliati degli strumenti finanziari, non avrebbero più titolo per agire nei suoi confronti al fine di farne valere la responsabilità. Infatti, chi non è più socio non può dolersi della mancata attuazione di strategie organizzative atteso che, se anche queste dovessero in concreto realizzarsi, non potrebbe beneficiare degli effetti.

In questo senso, può dirsi che dopo la chiusura dell'offerta, ogni decisione dell'offerente in ordine alla realizzazione dei propositi dichiarati nel documento assume per gli accettanti una valenza neutra. Qualsiasi conseguenza possa derivarne, infatti, sarà destinata a ripercuotersi solo ed esclusivamente su coloro che, non avendo aderito all'offerta, abbiano mantenuto la qualità di soci. Ciononostante, anche rispetto a tali ultimi soggetti dovrebbe escludersi la possibilità di configurare una responsabilità dell'offerente, posto che gli impegni che si assumono da questo violati derivano da un accordo cui essi sono rimasti estranei a tutti gli effetti.

In conclusione, pertanto, si ammette che soltanto coloro che, pur avendo aderito all'opa, siano ancora portatori di una partecipazione nella società – in esito all'applicazione della regola del riparto proporzionale ovvero per volontaria cessione parziale dei titoli - possano agire in responsabilità nei confronti dell'offerente inadempiente ^[130].

Tale assunto è in linea di principio condivisibile, così come condivisibile appare l'esclusione della responsabilità dell'offerente nei confronti di chi abbia accettato l'offerta. Qualche riserva, invece, permane in ordine all'esclusione della medesima responsabilità nei confronti di chi non abbia aderito all'offerta proprio in considerazione dei programmi futuri.

Nell'affrontare la problematica non può prescindersi dalla considerazione della portata informativa del documento che, per espressa disposizione normativa, deve essere tale da consentire ai destinatari «un fondato giudizio sull'offerta». Ciò importa che tutte le indicazioni in esso incluse debbano essere dotate di una certa significatività, ma anche di una necessaria veridicità e fondatezza che l'offerente è tenuto a garantire con apposita dichiarazione di responsabilità. Di tali caratteristiche non può considerarsi immune l'informazione relativa ai programmi futuri, sia in quanto indicazione suggestiva per gli oblati sia in quanto enunciazione destinata a fuoriuscire dal perimetro dell'offerta ove la sua attuazione abbia ripercussioni su soggetti estranei, quali i dipendenti delle società che ne sono coinvolte, ovvero su dinamiche ben più ampie che incidono sul mercato del lavoro e dell'occupazione.

Sulla base di queste considerazioni si potrebbe affermare in via generale l'idoneità dell'informazione in esame a creare un affidamento sulla condotta dell'offerente che lo esporrebbe ad una responsabilità per danni in caso di violazione ^[131]. Rispetto agli oblati, tuttavia, l'utilità di un'azione risarcitoria potrebbe essere vanificata sul piano probatorio. In via preliminare, infatti, si pone il problema di dimostrare che l'informazione è stata determinante nella decisione di non accettare l'offerta e, superato tale ostacolo, occorrerebbe provare la sussistenza di un nesso di causalità tra la mancata realizzazione del programma ed il danno lamentato oltre che, ovviamente, la sua quantificazione. A ciò si aggiunga che, nella pratica, l'informazione sui programmi futuri viene resa per lo più in via generica, mediante l'uso di espressioni dalle quali non è dato desumere neppure la parvenza di un impegno vincolante ^[132].

Al di là di una verifica di trasparenza e correttezza, l'enunciazione dei programmi futuri non pare suscettibile di ulteriori controlli. In particolare, deve escludersi la possibilità di un'indagine volta ad individuarne i profili di “ingannevolezza” per gli oblati, posto che le diverse forme di pubblicità aventi ad oggetto i prodotti finanziari si considerano escluse dall'ambito di applicazione della relativa disciplina ^[133]. La preventiva trasmissione alla Consob dei testi degli annunci pubblicitari riguardanti le sollecitazioni al pubblico e la previsione del potere di approvazione del documento d'offerta integrerebbero, infatti, un'ipotesi di pubblicità assentita che, ai sensi dell'art. 7, c. 12 d. lgs. 25 gennaio 1992, n. 74, sarebbe sottratta al controllo della Autorità garante della concorrenza e del mercato per essere rimessa alla verifica del giudice amministrativo ^[134].

Si consideri, tuttavia, che il controllo effettuato dalla Consob riguarda esclusivamente la conformità del messaggio pubblicitario ai criteri dalla medesima dettati in via regolamentare, mentre si

pongono al di fuori di ogni tipo di verifica quelle formule volte ad indurre i destinatari al compimento di determinati atti economici piuttosto che altri ^[135].

6. – Gli obblighi informativi a carico dell'emittente

Ai sensi dell'art. 103, c. 3 Tuf la società emittente – tramite il proprio organo amministrativo - diffonde un comunicato contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e la propria valutazione sulla stessa ^[136].

La previsione si inserisce nel novero delle norme finalizzate alla creazione del contesto valutativo dell'offerta in quanto la formale esternazione della posizione della *target*, contribuisce a completare la base di conoscenze funzionale a garantire agli oblati la formazione di un «fondato giudizio» ^[137]. A tal fine, essi potranno contare sia sulle informazioni indicate nel documento d'offerta sia su quelle fornite dall'emittente con il comunicato in esame. Questi due atti divengono gli strumenti tipici attraverso i quali è dato acquisire gli elementi necessari per la formulazione di una scelta in ordine all'operazione proposta ^[138].

La redazione del comunicato da parte dell'emittente tende ad equilibrare la posizione delle parti direttamente coinvolte nell'offerta, ristabilendo tra esse una parità comportamentale strumentale alla tutela degli oblati ^[139]. L'idea di fondo è che la contrapposizione tra flussi informativi originati da opposti interessi costituisca la via migliore per la formazione di un'opinione più corretta ed obiettiva ^[140]. E' intuitivo, infatti, che l'informazione ottimale dei destinatari dell'offerta non possa coincidere con quella unilateralmente resa dall'offerente, il quale potrebbe non avere interesse a svelare determinate informazioni, soprattutto di carattere prospettico ^[141]. Inoltre, una serie di dati funzionali, ad esempio, ai fini della verifica della congruità del corrispettivo, potrebbero essere da lui difficilmente forniti in quanto di esclusivo appannaggio della società emittente ^[142]. Considerata la naturale inclinazione delle parti coinvolte nell'offerta a diffondere informazioni scarsamente neutrali, la possibilità di un loro confronto può minimizzare il rischio di manipolazioni ^[143].

Dal punto di vista dell'emittente, il comunicato assume un'importanza considerevole in quanto ne rivitalizza il ruolo evidenziandone la posizione assunta riguardo all'offerta. Sul piano sistematico, infatti, l'obbligo della sua diffusione può rapportarsi alla disciplina degli atti funzionali a contrastare le scalate ostili ^[144]. Le valutazioni in esso espresse, infatti, sebbene non vincolanti, sono dotate di una forte carica persuasiva che, a certe condizioni, potrebbe avere l'effetto di screditare l'offerta presso l'opinione pubblica, le forze sociali e gli stessi azionisti ^[145]. In particolare, con le loro indicazioni, gli amministratori dell'emittente possono in qualche misura influire sull'eventuale inclinazione degli oblati a liquidare i titoli ad un prezzo superiore a quello di quotazione, inducendoli a deliberare il compimento di manovre difensive ove si paventi la possibilità che l'offerta possa avere successo ^[146].

Di fronte ad una negativa presa di posizione della società emittente, dunque, i destinatari dell'offerta saranno quantomeno indotti ad agire con maggiore cautela nell'esaminare tutte le informazioni indicate nel documento evitando così di operare una scelta che si limiti esclusivamente alla valutazione del prezzo. Diversamente, in caso di giudizio positivo, il comunicato avrà una maggiore rilevanza ai fini informativi, in quanto la sua necessaria emanazione consentirà di evitare il rischio delle cd. «congiure del silenzio», posto che la società emittente dovrà divulgare anche informazioni che, in concreto, potrebbero rivelarsi controproducenti per il buon esito dell'offerta ^[147].

Il comunicato, pertanto, assume un diverso valore a seconda del carattere ostile o amichevole dell'acquisizione. Nel primo caso presenta la valenza propria delle azioni di contrasto, nel secondo,

invece, realizza il completamento dell'informazione funzionale alla decisione degli oblati. In pratica esso determina il contesto in cui dovrà realizzarsi l'offerta e per questa ragione, particolare attenzione si è dedicata al suo contenuto.

Attualmente, l'art. 39 Reg. n. 11971/99 dispone che tale atto deve contenere:

a) ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta da parte degli azionisti e la valutazione degli amministratori con le relative motivazioni, nonché l'indicazione del numero e del nome dei dissenzienti ove assunta a maggioranza;

b) l'eventuale decisione di convocare l'assemblea per la deliberazione di manovre dirette a contrastare l'offerta [149];

c) gli aggiornamenti alle informazioni già rese note al pubblico, relative al possesso diretto ed indiretto dei titoli da parte dell'emittente e dei suoi amministratori, nonché ai patti parasociali aventi ad oggetto i medesimi titoli. [150];

d) informazioni sui compensi percepiti, a qualsiasi titolo ed in qualsiasi forma, dagli organi amministrativi, direttivi o di controllo, anche se solo deliberati a loro favore;

e) un'informativa sui fatti di rilievo non indicati nell'ultimo bilancio o nella situazione infrannuale pubblicata [151];

f) informazioni sull'andamento recente e le prospettive dell'emittente ove non riportate nel documento d'offerta [152].

In relazione al contenuto il comunicato può essere idealmente scomposto in due parti: una contenente indicazioni di natura «oggettiva», relative alla concreta situazione della società emittente; l'altra contenente indicazioni di natura «soggettiva», quali stime, opinioni e valutazioni espresse dagli amministratori in ordine all'offerta [153].

Le indicazioni del primo tipo si riferiscono essenzialmente a dati riscontrabili nella realtà. Il loro inserimento nel comunicato appare funzionale alla rettifica di eventuali errori e inesattezze del documento d'offerta, ma anche all'integrazione del suo contenuto. L'incompletezza ed imprecisione delle informazioni in esso rese, infatti, potrebbe creare un pregiudizio ai destinatari dell'offerta che gli amministratori della società emittente hanno il dovere di evitare agendo sul flusso di notizie unilateralmente creato dall'offerente. Per questo motivo, di fronte ad una eventuale inerzia colpevole, non si esita a riconoscere una responsabilità risarcitoria a loro carico. Essi potranno essere chiamati a rispondere a titolo omissivo dell'inesattezza delle informazioni fornite dall'offerente il quale continua ad esserne il diretto responsabile [154].

Una responsabilità a titolo commissivo potrebbe profilarsi, invece, in relazione alle indicazioni «soggettive» del comunicato per la cui formulazione sono previsti ampi margini di discrezionalità [155].

La redazione di tale parte del documento, pertanto, potrebbe prestarsi al perseguimento di interessi confliggenti con quello dei soci e della società [156].

Infatti, gli amministratori potrebbero essere indotti a sconsigliare, o al contrario, a persuadere gli azionisti ad accettare l'offerta, a seconda dei riflessi che tale operazione potrà avere sui loro particolari interessi [157].

Potendo facilmente crearsi una situazione di conflitto, nell'esprimere il proprio giudizio sull'offerta, gli amministratori dovrebbero agire con la massima diligenza, attenzione e cura [158].

In caso contrario, potrebbe profilarsi a loro carico una responsabilità risarcitoria ex art. 2395 c.c., nei confronti di quegli azionisti che abbiano accettato o rifiutato l'offerta facendo affidamento sulle valutazioni del comunicato successivamente rivelatesi inesatte, erronee o infondate. Un'ipotesi di responsabilità potrebbe profilarsi anche nei confronti dell'offerente ove questi, sulla base delle medesime indicazioni, sia stato

indotto a mutare i termini dell'offerta [159].

Trattandosi di manifestazione di giudizi si tende, tuttavia, a circoscrivere la responsabilità unicamente ai casi di acclarata irragionevolezza, infondatezza e sostanziale rispondenza ad interessi

personali ^[160]. Ciò significa che, in difetto di elementi probatori in tal senso, la semplice smentita delle valutazioni soggettive del documento conseguente alla realtà dei fatti sarà irrilevante ai fini dell'affermazione della responsabilità di coloro che li hanno formulati. Agli azionisti, pertanto, non rimarrà che verificarne l'obiettività alla luce delle «motivazioni» addotte a sostegno dell'offerta tenendo conto che, nel caso di valutazioni assunte a maggioranza dagli amministratori, l'indicazione del numero e dell'identità dei dissenzienti potrebbe rappresentare il sintomo di un volontario affrancamento da eventuali responsabilità per i dati ed i giudizi espressi ^[161].

Al fine di garantire che il comunicato possa efficacemente assolvere alla sua funzione di completamento della base informativa sull'offerta, l'art. 39, c. 3 Reg. n. 11971/1999, ne prevede la trasmissione alla Consob almeno due giorni prima della data prevista per la sua diffusione ^[162].

Compito della Consob è quello di valutare se le informazioni incluse nel comunicato siano dotate della chiarezza e significatività necessarie per consentire un fondato giudizio sull'offerta. Nell'espletamento di tale funzione, essa non ha alcun potere di modifica del contenuto dell'atto ed, in particolare, non può sindacarne il merito o l'opportunità ^[163]; così come non potrebbe sindacare le valutazioni espresse dagli amministratori e le relative motivazioni ^[164].

Al contrario, l'Autorità ha il potere di impedire la pubblicazione di un comunicato contenente informazioni contraddittorie, incoerenti o confuse ^[165]. In tal caso, essa potrà imporre alla società emittente i chiarimenti e le integrazioni che ritenga necessarie a garanzia dell'informazione, ponendola nella condizione di dover precisare anche dati e circostanze che la medesima potrebbe avere interesse a mantenere su un piano di estrema genericità o, comunque, a non chiarire completamente al fine di orientare gli oblati in una certa direzione.

Una volta integrato secondo le richieste della Consob, il comunicato deve essere diffuso. La pubblicazione può avvenire anche qualora l'Autorità non si esprima nei due giorni successivi alla sua trasmissione, secondo un meccanismo di silenzio-assenso analogo a quello previsto per l'approvazione del documento d'offerta ^[166]. Tale previsione dovrebbe contemperare l'interesse dell'emittente ad esternare le proprie valutazioni sull'offerta con il dovere della Consob di intervenire nelle situazioni che presentino profili di particolare criticità e delicatezza.

7. – Il controllo sul contesto informativo. I poteri prescrittivi, informativi e cautelari

Lo svolgimento dell'offerta risulta sottoposto al controllo della Consob che ha il compito di verificarne costantemente la correttezza anche mediante l'esercizio di poteri prescrittivi, interdittivi e cautelari ^[167].

I poteri del primo tipo si inseriscono nell'istruttoria che precede l'offerta ed il loro esercizio è finalizzato a verificare se le informazioni rese nel documento siano idonee a «consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta» e, di conseguenza, a determinarne in concreto l'orientamento. Si esclude che la Commissione possa valutare nel merito l'operazione sindacandone l'opportunità ^[168]. Il suo compito deve limitarsi al riscontro della significatività delle informazioni indicate dall'offerente, in termini di completezza e chiarezza ^[169]. Pertanto, l'esercizio dei poteri prescrittivi tende essenzialmente a garantire che i soggetti sui quali gravano gli obblighi informativi provvedano ad assolverli correttamente ^[170].

In seguito all'emanazione di un provvedimento prescrittivo, l'offerente potrebbe essere tenuto a completare le informazioni già inserite nel documento che, a giudizio della Consob, non appaiono in concreto sufficienti a garantire la corretta valutazione dell'offerta; a dover adempiere all'obbligo di

pubblicazione facendo ricorso a meccanismi che assicurino la maggiore conoscibilità del documento ovvero a prestare le garanzie che l'Autorità considera necessarie ai fini del corretto adempimento dell'offerta [\[171\]](#).

Nel primo caso, si ritiene che l'offerente debba adeguarsi alle indicazioni del provvedimento nel più breve tempo possibile. L'esigenza di garantire la celerità dell'offerta implica, infatti, l'esaurimento della fase istruttoria nel termine indicato dalla legge [\[172\]](#). Per questo motivo deve escludersi il decorso di un nuovo termine istruttorio destinato all'esame da parte della Consob delle informazioni rese in via integrativa. Queste dovrebbero essere immediatamente divulgate senza ulteriore vaglio dell'Autorità, mediante la pubblicazione del documento d'offerta, in quanto un'eventuale dilatazione dei tempi della procedura potrebbe pregiudicarne la corretta realizzazione [\[173\]](#).

Tale interpretazione non pare confliggere con la garanzia della corretta informazione dei destinatari dell'offerta in quanto, se le indicazioni integrative dovessero successivamente rivelarsi inadeguate, la Consob, nell'esercizio dei poteri cautelari e interdittivi, potrà sempre sospendere l'offerta o dichiararne la decadenza.

Il potere di sospensione trova il suo fondamentale presupposto nella sussistenza di un fondato sospetto di violazione delle disposizioni normative e regolamentari secondo le quali deve svolgersi l'offerta oltre che nel caso di sopravvenienza di fatti nuovi o non precedentemente resi noti che potrebbero ostacolare la formulazione di un fondato giudizio sull'offerta. Il suo esercizio realizza una vera e propria misura cautelare che può essere disposta in situazioni d'urgenza e comporta l'emanazione di un provvedimento che prescinde dall'instaurazione di un formale contraddittorio con i soggetti che dovrebbero esserne colpiti [\[174\]](#). Questi, tuttavia, possono sempre adire il giudice amministrativo al fine di ottenerne un sindacato di legittimità.

Il provvedimento di sospensione può considerarsi in funzione anticipatoria. La sua emanazione mira ad evitare un pregiudizio di entità indeterminabile destinato a ricadere sul mercato e sui destinatari dell'offerta. La relativa misura, tuttavia, non può ritenersi fine a se stessa essendo strumentale all'accertamento della violazione ovvero dei fatti sopravvenuti o ignoti. Nel primo caso, se dall'indagine non dovesse emergere alcuna violazione, la Consob dovrà provvedere alla revoca del provvedimento e, in ipotesi contraria, a pronunciare la decadenza dell'offerta. Nel secondo caso, invece, la sospensione non può superare il termine di trenta giorni entro il quale dovrà essere verificata la rilevanza dei fatti sopravvenuti o ignoti rispetto all'informazione dei destinatari dell'offerta.

8. – (Segue). I poteri informativi e ispettivi

Nell'esercizio della funzione di vigilanza sull'offerta, la Consob può avvalersi del potere di richiedere la pubblicazione di dati, notizie, atti e documenti a tutti i soggetti coinvolti nonché esercitare nei loro confronti poteri conoscitivi. Tra i destinatari dei relativi provvedimenti vi sono l'offerente, l'emittente, i soggetti incaricati della raccolta delle adesioni e, più in generale chiunque appaia informato dei fatti.

In linea di principio, il potere di richiesta si pone in funzione strumentale all'individuazione di eventuali irregolarità commesse nell'ambito della procedura e tende anche a garantire l'effettività e l'adeguatezza dell'informazione. La Consob, infatti, può imporre la pubblicazione di notizie e documenti ulteriori o complementari rispetto a quelli già indicati nel documento o espressi nel comunicato ove ritenga che la loro conoscenza possa contribuire a comporre l'informazione funzionale a consentire ai destinatari dell'offerta di pervenire ad un fondato giudizio. Per questo motivo, il relativo provvedimento dovrebbe riguardare tutte le notizie che siano di per sé capaci di influenzarne sensibilmente la decisione, *in primis* quelle che potrebbero avere ripercussioni sul corrispettivo [\[175\]](#).

La richiesta di pubblicazione si configura come la manifestazione di un potere particolarmente stringente posto che, in difetto di adempimento, la Consob può d'ufficio rendere di pubblico dominio la notizia o il documento garantendo la continuità dell'informazione durante l'offerta (art. 114, c. 5) [\[176\]](#).

La realizzabilità di tale intervento sostitutivo deve in linea di massima contemperarsi con il diritto alla riservatezza degli onerati i quali potrebbero avere interesse a mantenere il riserbo su determinati fatti ^[177]. Ai sensi dell'art. 114, c. 6 Tuf, infatti, qualora il provvedimento della Consob abbia ad oggetto la pubblicazione di informazioni dalla cui divulgazione possa derivare un danno nei confronti di chi sarebbe tenuto ad adempiervi, questi con reclamo motivato può ottenere la sospensione del provvedimento ^[178]. Decorsi sette giorni dalla presentazione, in difetto di una pronuncia espressa della Consob, il reclamo si intende accolto ^[179]. La Commissione, tuttavia, potrebbe anche respingerlo *in toto* ovvero accoglierlo disponendo la pubblicazione di un'informazione parziale o consentendo l'esclusione temporanea della pubblicazione. L'applicazione di tali misure, così come l'accoglimento del reclamo, non dovranno però essere tali da «indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali». Infatti, è pacifico che tra l'interesse dell'onerato a non subire un danno dalla divulgazione di notizie e l'interesse degli oblati a disporre di un'adeguata informazione, quest'ultimo debba senz'altro riconoscersi come prevalente ^[180].

Sempre in quest'ottica, deve valutarsi il richiamo all'art. 115 Tuf, operato dall'art. 103, c. 2 Tuf al fine di disciplinare l'attività di verifica della correttezza delle informazioni divulgate, autonomamente o su specifica richiesta, nel corso dell'offerta. L'applicazione della norma consente alla Consob, da un lato, di acquisire ulteriori elementi conoscitivi funzionali ad accertare l'esattezza e completezza delle suddette informazioni, in termini di rispondenza a determinati requisiti oltre che di comprensibilità ed utilità per i destinatari ^[181]; dall'altro, di disporre accertamenti ispettivi finalizzati alla verifica dell'esistenza di fatti o all'acquisizione di documenti ^[182].

Le informazioni ottenute in esito all'esercizio dei poteri in esame, sono rivolte esclusivamente all'Autorità che, tuttavia, potrebbe considerarle strumentali alla corretta composizione del contesto informativo dei destinatari dell'offerta. In questo caso potrà formulare la richiesta di pubblicazione di cui all'art. 114, c. 5 e 6 Tuf, provvedendovi d'ufficio in caso di inadempimento ^[183].

Il potere di richiesta di pubblicazione di informazioni e di verifica della completezza e veridicità delle stesse perdura per tutto l'anno successivo all'offerta. L'interesse è quello di accertare se, in questo periodo, l'offerente ponga in essere operazioni la cui attuazione determini l'obbligo di opa totalitaria successiva, quali ad esempio, acquisti dei titoli oggetto dell'offerta ovvero fusioni e scissioni rilevanti ai sensi dell'art. 107, c. 3 lett. a) e b) ^[184].

Elementi conoscitivi e probatori possono essere genericamente acquisiti da chiunque appaia informato sui fatti, nonchè dai soggetti che abbiano aderito all'offerta, mediante richiesta di comunicazione di dati e notizie e trasmissione di atti e documenti, entro un anno dalla cessione dei titoli, come disposto dall'art. 97, c. 4 Tuf.

9. – La pubblicazione del documento d'offerta e l'informazione successiva. Le regole di trasparenza

La pubblicazione del documento è l'atto che determina il perfezionamento dell'offerta rendendola efficace verso l'esterno. Prima di tale adempimento si ha soltanto una dichiarazione che vincola l'offerente sul piano del generale affidamento del mercato e non certamente una proposta destinata all'accettazione, difettando in capo agli oblati l'indefettibile presupposto della conoscenza del testo integrale «completo di tutte le condizioni dell'operazione così come individuate, *de minimis*, dalla Consob, e, soprattutto, nel suo testo autorizzato» ^[185].

La pubblicazione del documento d'offerta è rimessa all'offerente che deve provvedervi una volta conclusa l'istruttoria della Consob. Il Tuf non indica il termine entro il quale la relativa formalità deve essere adempiuta. In proposito si ritiene opportuno che la sua fissazione debba essere concertata, caso per caso, tra offerente, Consob e Società di gestione del mercato i quali, nel provvedervi, dovrebbero tenere

[186]

conto del periodo di durata dell'offerta

Ai sensi dell'art. 103, c. 4, lett. a) Tuf, il compito di disciplinare le modalità di pubblicazione del documento è rimesso alla Consob che, all'art. 38, c. 2 Reg. n. 11971/99, ha stabilito che la divulgazione dell'atto in esame deve avvenire mediante pubblicazione integrale su organi di stampa di adeguata diffusione, ovvero mediante consegna ad intermediari e contestuale pubblicazione di apposito avviso su organi di stampa di adeguata diffusione. L'offerente può avvalersi anche di altri mezzi di divulgazione concordandone, di volta in volta, le modalità con la Consob la quale dovrà verificarne l'idoneità ad assicurare la conoscibilità degli elementi essenziali dell'offerta e del documento da parte di tutti gli interessati.

Se i titoli oggetto dell'offerta si trovano in deposito accentrato, i depositari hanno l'obbligo di informare in tempo utile i depositanti circa l'esistenza dell'offerta provvedendo, in ipotesi, a consegnare loro copia del documento [187]. Analogo obbligo grava sull'offerente e sugli intermediari incaricati, i quali sono tenuti a rilasciare il documento d'offerta a chiunque ne faccia richiesta.

In questo modo si ha la certezza che i destinatari dell'offerta saranno raggiunti dalla relativa notizia e, quindi, potranno averne una conoscenza concreta e non meramente teorica come quella che si profila con la pubblicazione del documento a mezzo stampa che, per quanto di «adeguata diffusione», può evidentemente realizzare soltanto la conoscibilità dell'informazione [188]. Non avrebbe senso, infatti, pretendere dall'offerente una certa qualità dell'informazione se poi non si garantisse ai destinatari della stessa di apprenderne concretamente il contenuto.

Qualità ed effettività dell'informazione caratterizzano anche la diffusione di dichiarazioni e comunicazioni sull'offerta che, ai sensi dell'art. 41, c. 1 Reg. n. 11971/99, devono ispirarsi «ai principi di chiarezza, completezza e conoscibilità da parte di tutti i destinatari» [189]. Ciò significa che le notizie devono essere innanzitutto comprensibili e complete - in quanto la divulgazione di dati non intellegibili o parziali potrebbe rivelarsi fuorviante nell'apprezzamento dell'offerta -, nonché accessibili in ugual misura da parte di tutti i destinatari al fine di garantire la parità informativa [190]. Inoltre, le informazioni relative all'offerta devono essere rese sotto forma di «comunicato al mercato» da trasmettersi ad almeno due agenzie di stampa che ne curano la diffusione [191]. Le stesse devono formare oggetto di contestuale comunicazione alla Consob che potrà esercitare il proprio potere di intervento ove le ritenga lesive della correttezza, esaustività e costanza del flusso informativo [192].

A completamento di tali prescrizioni generali sono poste delle norme di trasparenza con portata precettiva particolare che riguardano le operazioni relative ai titoli oggetto dell'offerta e i dati sulle adesioni.

L'art. 41, c. 2 lett. b) Reg. n. 11971/99, stabilisce che le operazioni di acquisto o vendita nonché gli atti attributivi del diritto di acquisto o di vendita dei titoli oggetto dell'offerta, posti in essere al di fuori della procedura anche per interposta persona, devono essere comunicati alla Consob e al mercato con indicazione dei corrispettivi pattuiti [193]. Lo scopo è quello di rendere all'Autorità e agli oblati un quadro completo delle operazioni realizzate al di fuori del mercato che consenta di comprendere in generale le modalità e la natura delle relative transazioni [194].

Il quadro generale delle operazioni sui titoli si completa con i dati relativi alle adesioni che l'offerente o i suoi incaricati devono diffondere con cadenza settimanale, ovvero giornaliera laddove oggetto dell'acquisizione siano azioni quotate [195]. In questo modo gli oblati hanno la possibilità di conoscere il graduale andamento dell'offerta e, in relazione ad esso, decidere se aderirvi o meno. Tale determinazione, infatti, non sempre presuppone una valutazione squisitamente economica, ben potendo rilevare nella considerazione dell'azionista anche l'opportunità di evitare la permanenza in società con un nuovo gruppo di comando [196]. Lo stesso, pertanto, potrà riservarsi ogni decisione fino all'approssimarsi della scadenza del periodo di adesione, osservando nel frattempo i comportamenti degli altri azionisti che

si riflettono nei dati relativi alle accettazioni da cui sarà possibile desumere gli esiti certi o probabili dell'offerta.

[1] La sussistenza di un'informazione generalizzata ed egualitaria viene considerata il fulcro di tutta la disciplina dei mercati. Così, G. ROSSI, *I mercati dell'investimento fra diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 1991, 967. In argomento, cfr. pure *Indagine conoscitiva sull'evoluzione del mercato mobiliare italiano della Commissione Finanze della Camera*, in *Riv. soc.*, 1998, 247; F. CHIAPPETTA-M. TOFANELLI, *Informazione societaria e mercato mobiliare*, Milano, 1993, 42; P.G. MARCHETTI, *Osservazioni sui profili societari della bozza di TU dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1998, 142 ss.; ID, *Relazione generale*, Atti del Convegno di studi di Alba (21 novembre 1998), in *Società*, 1999, 783; V. SALAFIA, *L'informativa societaria e l'efficienza del mercato*, *ivi*, 1999, 1033; R. RODORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 773; P. SCHLESINGER, *Mercati, diritto privato, valori*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, 325; V. ZENO ZENCOVICH, *Profili di uno statuto dell'informazione economica e finanziaria*, in *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, a cura di F. Galgano e G. Visintini, *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, XLIII, Padova, 2006, 161 ss.

[2] In punto, cfr. V. ZENO ZENCOVICH, *Profili di uno statuto dell'informazione*, cit., 165 sub nt. 17 e 166. La *philosophy of disclosure* si pone a fondamento della disciplina statunitense del mercato mobiliare (*Securities Act* e *Securities Exchange Act*). Varata all'indomani della grande crisi del 1929 in un contesto di diffidenza per gli investimenti in borsa, tale disciplina si propone di recuperare la fiducia dei risparmiatori verso il mercato mobiliare preconstituendo le basi indispensabili per un loro coinvolgimento diretto nella realizzazione dello sviluppo economico. L'obiettivo è quello di far riaffluire il risparmio alle imprese rimettendo allo stesso risparmiatore la scelta in ordine alla sua precisa destinazione, da valutarsi in un'ottica di ponderazione tra profitto e rischio. Nel nostro ordinamento, il rafforzamento della fiducia dei risparmiatori nella borsa è stato l'obiettivo della L. 7 giugno 1974, n. 216 con la quale si è tentato di colmare, in riferimento alle società quotate, le lacune della normativa codicistica sull'informazione societaria. A ciò si è provveduto sia attraverso l'integrazione e modificazione della disciplina della società per azioni dedicata all'informazione e alla trasparenza, sia attraverso la sottoposizione delle società quotate ad una disciplina speciale e alla supervisione di un organo di vigilanza.

[3] V. SALAFIA, *L'informativa societaria*, cit., 1029 ss., spec. 1033. La sicurezza di cui si discute dovrebbe risolversi in una riduzione dei rischi insiti negli investimenti sul mercato da attuarsi attraverso la garanzia di una sufficiente informazione «sui conti, sulle operazioni, sui programmi delle società». In punto, v. anche P.G. MARCHETTI, *Relazione generale*, cit., 783.

[4] In questo senso, cfr. C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in *La riforma delle società quotate*, Atti del Convegno di Studio, Santa Margherita Ligure (13-14 giugno 1998), Milano, 1998, 255.

[5] Il valore dell'informazione dipende dalla sua maggiore o minore idoneità ad influire sul prezzo del titolo e dal carattere riservato che essa possiede. Il possessore dell'informazione, infatti, può trarre un vantaggio solo se la sua conoscenza sia ignota ad altri. In questo senso, cfr. F. GUARRACINO, *Sub art. 114*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, 1057.

[6] V. SALAFIA, *L'informativa societaria*, cit., 1029 ss.

[7] Così, R. LENER, *La diffusione delle informazioni «price sensitive» fra informazione societaria e informazione riservata*, in *Società*, 1999, 142. Nello stesso senso, cfr. A. CERRAI-A. MAZZONI, *op. cit.*, 18, i quali ravvisano nella disciplina della *disclosure* una «vocazione razionale a sostituirsi alla tutela giuridico-giudiziaria tradizionale, offerta ai singoli dalle norme societarie in tema di diritti del socio e delle minoranze qualificate».

[8] R. LENER, *La diffusione delle informazioni «price sensitive»*, cit., 143.

[9] G. D'AMICO, *Note sull'informazione societaria nelle quotate e nelle piccole imprese*, in *Società*, 1999, 25; SALAFIA, *L'informativa societaria*, cit., 1029.

[10] G. D'AMICO, *op. cit.*, 25. E' chiaro che la maggiore trasparenza offerta dagli emittenti è finalizzata al perseguimento di uno scopo egoistico. Ciò non toglie, comunque, che una generalizzata apertura delle imprese all'informazione possa migliorare, seppure in via indiretta, il funzionamento globale del mercato.

[11] Il mercato secondario, quale insieme di negoziazioni aventi per oggetto titoli già emessi ed in circolazione, facilita la realizzazione di nuovi investimenti, la liquidazione di investimenti già effettuati, ovvero il passaggio da una forma di investimento finanziario ad un'altra. Poiché tali operazioni non sono dirette a far affluire nuovi fondi alle società (posto che, come già detto, hanno ad oggetto titoli già esistenti) si tende ad escluderne ogni rilevanza rispetto a queste ultime. Occorre, tuttavia, considerare che i dati scaturenti dalla pubblicità dei prezzi che si formano sul mercato secondario sono determinanti per l'offerta dei titoli sul mercato primario. Gli emittenti, infatti, traggono da questi dati una serie di indicazioni che, soprattutto in termini di redditività, gli consentono di agire sul gradimento del pubblico ai fini della buona riuscita del collocamento. In punto, si rinvia a F. DI PASQUALI, *La domanda e l'offerta di valori mobiliari in Italia*, in *La Borsa e il mercato mobiliare*, a cura di A. Banfi e P. Dacrema, Torino, 1994, 79 ss.

[12] La diffusione di informazioni attendibili non si collega solamente alla ricerca della fiducia degli investitori, ben potendo rappresentare una garanzia che consente all'impresa di accedere a forme di finanziamento senza dover subire alcuna ingerenza esterna. Per questo le società provvedono a divulgare informazioni avvalorate, se del caso, da certificazioni esterne che ne attestino la fondatezza e qualità qualora un simile adempimento possa rivelarsi utile ai fini della concessione di crediti nel minor tempo possibile. In punto, cfr. G. D'AMICO, *op. cit.*, 26 ss.; V. ZENO ZENCOVICH, *Profili di uno statuto dell'informazione*, cit., 161 ss.

[13] La disciplina dell'informazione societaria si configura come uno dei maggiori elementi di distintivi tra società quotate e non quotate. Mentre le prime sono sottoposte ad un sistema di *disclosure* volto alla pubblicizzazione degli accadimenti che si manifestano nella loro sfera di attività, le seconde, al contrario, godono di un generale regime di riservatezza con il solo limite imposto dalla conoscibilità all'esterno delle vicende oggetto di pubblicità legale. Si rileva, peraltro, come in tutti gli ordinamenti vi sia la consapevolezza che la disciplina della trasparenza non possa essere integralmente rimessa alle norme di diritto comune. Queste, infatti, creerebbero delle asimmetrie informative con evidenti riflessi sul funzionamento del mercato. In argomento, cfr. R. COSTI, *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1999, 771-772; M.C. VENUTI, *Le clausole generali di correttezza, diligenza e trasparenza nel Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in *Europa e dir. priv.*, 2000, 1083 ss.; V. ZENO ZENCOVICH, *Profili di uno statuto dell'informazione*, cit., 167.

[14] Si rileva come alla base della disciplina delle imprese che fanno appello al mercato del capitale di rischio vi sia la scelta politica-economica di facilitare la raccolta di mezzi finanziari da destinare alle attività produttive al fine di produrre nuova ricchezza da destinare, a chiusura del cerchio, alla stessa comunità in cui sono stati raccolti. In punto, cfr. N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*², Milano, 2000, 7 ss.; V. SALAFIA, *L'informativa societaria*, cit., 1029.

[15] R. COSTI, *L'informazione societaria e i mercati regolamentati*, in *Società*, 1998, 879.

[16] M. CASELLA, *Le «scalate» in borsa tra autonomia privata e obblighi legali: una scelta difficile*, in *Borsa scalate e offerte pubbliche di acquisto*, a cura di U. Aletti, Bologna, 1987, 55; R. LENER, *La diffusione delle informazioni «price sensitive»*, cit., 143; V. ZENO ZENCOVICH, *Profili di uno statuto dell'informazione*, cit., 161 ss.; M.C. VENUTI, *op. cit.*, 1083 ss.

[17] R. COSTI, *Tutela degli interessi*, cit., 772, il quale rileva come l'obiettivo del buon funzionamento del mercato possa realizzarsi in via indiretta per effetto della combinazione tra «comportamento egoistico dell'operatore in regime di concorrenza e (...) regole imposte al suo operare». Questo rapporto riguarderebbe anche l'autorità di vigilanza che è investita del compito di fissare le predette regole e verificarne il rispetto da parte dei soggetti che vi sono sottoposti contribuendo, a sua volta, «a realizzare la stabilità e l'efficienza del mercato finanziario».

[18] R. COSTI, *L'informazione societaria*, cit., 879; M. BESSONE, *I mercati mobiliari*, Milano, 2002, 67; G. ALPA, *La responsabilità civile*, in *Trattato di diritto civile*, IV, Milano, 1999, 765, il quale ritiene che nel campo economico l'informazione subisce una sorta di «materializzazione che si giustifica con le necessità pratiche di renderla oggetto di negoziazione e di commercio».

[19] M.C. VENUTI, *op. cit.*, 1088 ss.; V. ZENO ZENCOVICH, *Profili di uno statuto dell'informazione*, cit., 165 ss.

[20] Così, R. RODORF, *Sollecitazione all'investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Foro it.*, 2001, V, c. 266; C. MOSCA, *Sub art. 102*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d. lgs. 24 febbraio 1998*, n. 58, *Commentario diretto da P.G. Marchetti e L.A. Bianchi*, Milano, 1999, 184.

[21] R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 10 *Società per azioni e mercato mobiliare*, t. 2, Torino, 1993, 369. Per una ricostruzione della struttura contrattuale dell'offerta pubblica di acquisto si rinvia a S. PESCATORE, *La struttura contrattuale delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. Dir. comm.*, 1975, 75 ss.; ID., voce *Offerta pubblica di acquisto di azioni e obbligazioni*, in *Nss. Dig. It.*, A, V, Torino, 1994. Più di recente, cfr. E. PEDERZINI, *Profili contrattuali delle offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 2004. Sempre in tema, v. *amplius sub § 5*.

[22] Lo stesso ordinamento considera il suddetto rischio laddove si premura di sottoporre le categorie contrattuali così caratterizzate (contratti per adesione e contratti conclusi mediante moduli o formulari predisposti da una delle parti) ad una disciplina specifica e più rigorosa.

[23] Così, M.C. VENUTI, *op. cit.*, 1089.

[24] Cfr. C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 2, *Azioni – Gruppi*, t. 1, Torino, 1991, 113, il quale, nel caso in cui l'acquisto del pacchetto di controllo avvenga mediante negoziazione in borsa, esclude che vi possa essere tutela per l'acquirente qualora il patrimonio sociale si riveli inconsistente in un momento successivo. Secondo l'A., infatti, poiché il valore dei titoli azionari «viene tipicamente determinato sulla base di fattori che ad essi direttamente si riferiscono o che comunque eccedono la mera considerazione del patrimonio della società (.....) le parti assumono il rischio conseguente al modo in cui tali fattori hanno in concreto operato».

[25] Cfr. P.G. MARCHETTI, *Osservazioni sui profili societari*, cit., 145.

[26] Secondo un orientamento dottrinale pressochè unanime, per stabilire se una sollecitazione del risparmio debba considerarsi «pubblica» o «privata», occorrerebbe verificare se il bisogno di protezione del destinatario possa trovare o meno adeguato soddisfacimento nelle norme civilistiche sul contratto. Cfr. R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 2a ed., Torino, 2000, 54. A prescindere dallo svolgimento di indagini di questo tipo, tuttavia, dopo l'entrata in vigore del Tuf, il carattere «pubblico» dell'offerta di acquisto deve essere determinato sulla base di parametri oggettivi la cui determinazione è rimessa alla Consob che vi provvede in via regolamentare.

[27] Così R. PENNINGTON, *Relazione sulle offerte pubbliche di acquisto di titoli a fine di controllo e sulle altre offerte pubbliche*, in *Riv. soc.*, 1975, 731.

[28] Con ciò ponendosi ancora in una prospettiva inversa rispetto a quella cosicistica in materia di contratto, in cui l'attenzione risulta concentrata sul momento attuativo più che su quello precontrattuale. Cfr. R. RODORF, *Sollecitazione all'investimento*, cit., cc. 268-269.

[29] Quello della trasparenza, non è un interesse esclusivo della normativa sull'opa. Il suo perseguimento, infatti, rappresenta anche l'obiettivo che, unitamente alla stabilità, competitività e buon funzionamento del sistema finanziario rappresenta il punto di riferimento dell'azione di vigilanza (art. 5 Tuf).

[30] Per l'opinione secondo cui, nell'ambito delle contrattazioni standardizzate, il principio di trasparenza assurge a regola di condotta, cfr. M.C. VENUTI, *op. cit.*, 1089. La previsione di forme di tutela dei risparmiatori connesse alla natura dei beni e al carattere «pubblico» delle contrattazioni, quali l'imposizione di obblighi di informazione e di pubblicità, la previsione della forma scritta del contratto, dello *ius poenitendi* e delle deroghe al regime della responsabilità contrattuale sarebbe da rapportare all'essenzialità della funzione di intermediazione e alla natura delle contrattazioni piuttosto che ad un giudizio di meritevolezza degli interessi degli investitori. In pratica, alla base delle disposizioni che istituiscono gli obblighi summenzionati, vi sarebbe un intento «conformativo» dei comportamenti degli operatori ritenuto necessario per favorire la migliore allocazione

[31] Così era definita la procedura di offerta pubblica di acquisto nella normativa di cui al Capo II della l. 18 febbraio 1992, n. 149 (d'ora in avanti l. 149/92), da G. MINERVINI, *Tre pareri in tema di Opa*, in *Contr. e impresa*, 1995, 555, ma si ritiene che la definizione possa essere fondatamente riferita anche alla procedura di offerta disciplinata dal Tuf.

[32] Ogni singolo atto del procedimento d'offerta, dunque, assume valore solo se compiuto in esito alla corretta realizzazione di quelli che, nell'*iter* procedimentale, si configurano come atti presupposti. Per cui una loro diversa scansione si rivelerebbe assolutamente inidonea a realizzare gli interessi che la normativa intende perseguire.

[33] E. BERLANDA, *op. cit. La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 1995, 885.

[34] L'ampia delegificazione ha rappresentato una delle più rilevanti novità introdotte dal Tuf in relazione alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto. A livello primario vengono fissate le norme di principio che governano la materia. Spetta poi alla Consob il compito di darvi attuazione attraverso disposizioni di rango secondario, nell'esercizio di un potere regolamentare che viene reputato di tale ampiezza da consentirle «di influire sulla fisionomia stessa dell'istituto dell'opa». Così, F. CHIAPPETTA, *Sub art. 102*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, cit., 954

[35] In G.U. 28 maggio 1999, n. 123, suppl. ord. N. 100 (d'ora in avanti Reg. 11971/99). Tale provvedimento ha abrogato quello precedentemente emanato con Deliberazione 1° luglio 1998, n. 11520, riproponendone in gran parte le disposizioni.

[36] Mentre la precedente disciplina dell'opa prevedeva l'obbligo di comunicazione alla Consob dell'«intenzione» di promuovere l'offerta, nel Tuf il presupposto della comunicazione deve essere una decisione concreta dell'offerente. L'art. 102, c. 1 Tuf, nel testo novellato dal d. lgs. 19 novembre 2007, n. 229 (d'ora in avanti *decr. opa*, in vigore dal 28 dicembre 2007), di attuazione della dir. 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto (d'ora in avanti *dir. opa*), stabilisce infatti che oggetto di comunicazione preventiva sia «la decisione ovvero il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio». Quanto all'individuazione del momento in cui la comunicazione deve essere effettuata, si tende a distinguere a seconda che l'offerente sia persona giuridica o persona fisica. Nel primo caso, la comunicazione dovrebbe conseguire alla formale delibera con cui il consiglio di amministrazione approva la presentazione dell'offerta; nel secondo, invece, la medesima presuppone che la semplice intenzione di promuovere l'offerta sia divenuta vera e propria determinazione. A quest'ultimo riguardo si ritiene che la decisione possa considerarsi formata sicuramente al termine del periodo di raccolta delle informazioni da comunicare alla Consob ovvero nel momento in cui viene conferito l'incarico ai consulenti. In questo senso, cfr. C. MOSCA, *Sub art. 102*, cit., 203. Sul punto v. anche L.G. PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 1999, 25 ss.; R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 506 ss., V. SALAFIA, *Il procedimento per il lancio di una opa*, in *Società*, 1999, 394.

[37] V. § 5.

[38] M. MIOLA-L. PICARDI, *Sub art. 102*, in *Testo Unico della finanza*. Commentario diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, 868; L. G. PICONE, *op. cit.*, 18; F. CHIAPPETTA, *Sub art. 102*, cit., 956.

[39] In passato, relativamente alla fase preliminare dell'opa esisteva una discrasia tra la normativa primaria e quella secondaria, definitivamente eliminata dalla Consob con delibera n. 12475 del 6 aprile 2000 recante modifiche al Reg. n. 11971/99. Tale intervento si era reso necessario in seguito delle ordinanze del Tar Lazio, 21 ottobre 1999, n. 2964 e del Consiglio di Stato, 29 ottobre 1999, n. 1924, (in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, II, 18), pronunciate in occasione dell'opa Generali-Ina. Con i due provvedimenti, rispettivamente di accoglimento e conferma dell'istanza di sospensione del Reg. Consob n. 11971/99, i giudici avevano rilevato il contrasto esistente tra gli artt. 102, 103 e 104 Tuf ed il combinato disposto degli artt. 35, c. 1 lett. c) e 37, c. 1, della normativa regolamentare, nella parte in cui prevedeva l'obbligo di comunicazione dell'intenzione di promuovere l'offerta indipendentemente dalla predisposizione del relativo documento. L'effetto era quello di costringere l'emittente al rispetto della *passivity rule* in conseguenza di un atto inidoneo, dal punto di vista informativo, a garantire ai destinatari un fondato giudizio sull'offerta.

[40] F. CHIAPPETTA, *Sub art. 102, cit.*, 956; C. MOSCA, *Sub art. 102, cit.*, 196.

[41] Nel caso in cui l'offerta determini il coinvolgimento di un organismo bancario nasce un problema di coordinamento tra le norme del Tuf e la regolamentazione delle operazioni di acquisto di partecipazioni al capitale delle banche. In argomento, si rinvia alla disciplina dettata dalla Banca d'Italia nelle *Istruzioni di vigilanza per le banche*, titolo II, capitolo 1, e titolo IV, capitolo 9. In dottrina, cfr. R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 359 ss. Per il coordinamento tra disciplina dell'opa e disciplina *antitrust* di cui alla l. 10 ottobre 1990, n. 287, cfr. L. G. PICONE, *op. cit.*, 34 ss.; M. MIOLA-L.PICARDI, *Sub art. 102, cit.*, 868, ove anche riferimenti in ordine al coordinamento tra disciplina opa e Testo Unico bancario.

[42] La comunicazione deve essere completa di tutti gli allegati e contenere le informazioni prescritte, posto che una comunicazione non conforme alla disciplina regolamentare deve considerarsi giuridicamente irricevibile. In questo senso, cfr. A. FREDDI, *Sub art. 15, in Legge 18 febbraio 1992, n. 149. Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli*. Commentario a cura di R. Costi, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1997, 330.

[43] L'art. 3, par. 1 lett. e) dir. opa, prevede, infatti, che «un offerente può annunciare un'offerta solo dopo essersi messo in condizione di poter far fronte pienamente ad ogni impegno di pagamento del corrispettivo in contanti, se questo è stato offerto, e dopo aver adottato tutte le misure ragionevoli per assicurare il soddisfacimento degli impegni relativi a corrispettivi di altra natura». In punto, cfr. anche la Relazione illustrativa allo schema di decr. opa.

[44] Nel prescrivere le conseguenze della tardiva presentazione del documento d'offerta, che comporta altresì il divieto per l'offerente di promuovere un'ulteriore offerta sui «prodotti finanziari» dell'emittente per un periodo di dodici mesi, si è recepito l'art. 13, lett. a) dir. opa.

[45] Se oggetto o corrispettivo dell'offerta siano prodotti finanziari non quotati né diffusi tra il pubblico, il termine istruttorio è elevato a trenta giorni. Questa maggiore ampiezza temporale si giustifica con la necessità di consentire alla Consob un più attento controllo su tutte quelle operazioni che riguardano prodotti finanziari dotati di caratteristiche poco conosciute dal mercato e riferibili ad emittenti non particolarmente noti a causa della scarsa diffusione dei loro titoli. In questo caso, l'interesse tutelato deve individuarsi in via immediata nel corretto esercizio delle funzioni di vigilanza a garanzia della corretta e completa informazione del pubblico. Sulle perplessità in ordine alla configurabilità di un'offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto prodotti finanziari non diffusi tra il pubblico, cfr. S. PROVIDENTI, *Sub artt. 94-112, in Il Testo Unico dei mercati finanziari*, a cura di L. Lacaia e V. Napoleoni, in *Gazzetta giuridica*, Suppl. al n. 17 del 30 aprile 1998, 36. Per la disciplina della fattispecie, si rinvia a R. D'AMBROSIO, *Sub artt. 102-112, in Il testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario al d. lgs. n. 58/98*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 596; C. MOSCA, *Sub art. 102, cit.*, 205.

[46] Cfr. L. G. PICONE, *op. cit.*, 57 e riferimenti *sub nt.* 139. In punto, v. anche M. CALLEGARI, *Sub art. 102, in Corporate Governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati*, Commentario al d. lgs. n. 58/98, a cura di G. Cottino, in *Giur. it.*, 1998, 2438.

[47] M. CALLEGARI, *Sub art. 102, cit.*, 2438.

[48] L. G. PICONE, *op. cit.*, 58 ss., il quale ritiene che il medesimo principio sia applicabile anche ai provvedimenti espressi la cui efficacia sia condizionata all'integrazione informativa da parte dell'offerente.

[49] In punto, v. R. GALLI, *Corso di diritto amministrativo*, Padova, 1994, 490.

[50] In questo senso, cfr. ASSONIME, Circolare 9 febbraio 1999, n. 13, in *Riv. soc.*, 1999, 39.

[51] La giurisprudenza ha ritenuto che la tardiva dichiarazione di irricevibilità della comunicazione preventiva per insufficienza di taluni elementi informativi, non impedisca all'offerente di dar corso alla pubblicazione del documento d'offerta. Cfr. Cons. Stato, Sez. VI, 24 maggio 1994, n. 841, in *Giur. It.*, 1995, III, 1, c. 332.

[52] Secondo l'attuale formulazione dell'art. 37, c. 5 Reg. n. 11971/99, il comunicato deve essere inviato «senza

indugio» al mercato e all'emittente. A quest'ultimo soggetto deve essere riconosciuto un canale informativo diretto in quanto, dal momento in cui l'offerta viene resa pubblica, si profila a suo carico il dovere di darne notizia ai dipendenti, come disposto dall'art. 102, c. 5 Tuf.

[53] L'uguaglianza informativa determina una «maggiore neutralità» della disciplina rispetto alle parti contendenti, le cui posizioni appaiono paritariamente ricomposte. In punto, cfr. C. MOSCA, *Sub art. 102, cit.*, 199. Nel senso che lo scopo mediato del comunicato è quello di garantire la trasparenza e il buon funzionamento del mercato, cfr. Comunicazione Consob n. DIS/99071599 del 2 ottobre 1999, in *Boll. Consob*, ottobre 1999.

[54] La necessaria contestualità della comunicazione alla Consob e al mercato non consente più l'individuazione di una «fase segreta» dell'offerta la cui sussistenza, nel vigore della l. 149/92, si riteneva avvantaggiasse l'offerente. Questi, infatti, poteva realizzare con successo l'operazione di acquisto anche grazie all'effetto sorpresa conseguente alla mancata informazione della società emittente la quale, dati i tempi ristretti della procedura, poteva incontrare una serie di difficoltà nel porre in essere azioni di contrasto. In punto, cfr. C. MOSCA, *Sub art. 102, cit.*, 199 ss.

[55] Sull'incompatibilità tra il divieto, contenuto nell'art. 27 l. 149/92, di divulgazione di notizie sull'offerta prima della pubblicazione del relativo documento e la disciplina dell'*insider trading*, cfr. C. MOSCA, *Sub art. 102, cit.*, 200 ss.; F. CHIAPPETTA, *Sub art. 102, cit.*, 956. Sulle diverse finalità delle informazioni che devono essere rese pubbliche e sulle loro possibili implicazioni con il fenomeno dell'*insider trading* v. *amplius* F. CHIAPPETTA-R. D'AMBROSIO, *Opa e disciplina del procedimento*, in *Riv. soc.*, 2001, 456 ss.

[56] Cfr. art. 37, c. 5 Reg. n. 11971/99.

[57] Così, C. MOSCA, *Sub art. 102, cit.*, 207; L. G. PICONE, *op. cit.*, 23.

[58] C. MOSCA, *Sub art. 102, cit.*, 211-212. In punto, v. anche L. G. PICONE, *op. cit.*, 25, il quale rileva come nella prassi le finalità dell'operazione siano costituite da «scarse informazioni in relazione ai futuri programmi dell'acquirente».

[59] In virtù di tale duplice funzione, le informazioni indicate nel comunicato non potranno discostarsi da quelle oggetto di comunicazione alla Consob, così come le indicazioni del documento di offerta non potranno che riproporre, con le eventuali integrazioni e chiarimenti richiesti dall'Autorità, il contenuto della comunicazione e del comunicato che la riassume. Sul punto v. *infra* nel testo.

[60] L.G. PICONE, *op. cit.*, 21, il quale fa salvo il caso in cui nel periodo ricompreso tra la divulgazione dell'informazione preventiva e la pubblicazione del documento d'offerta, l'emittente ponga in essere atti o operazioni volti a contrastare gli obiettivi dell'offerente. Cfr. anche G. PRESTI-M. RESCIGNO, *La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2000, II, 13 ss.; G.L. ROMAGNOLI, *Ammissibilità e conseguenze della prima comunicazione dell'intenzione di procedere al lancio dell'OPA. Considerazioni sparse a margine dell'offerta pubblica delle Assicurazioni Generali sulle azioni Ina*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, II, 328. *Contra* V. SALAFIA, *Il procedimento*, cit., 396, il quale ammette la revocabilità di tutti gli atti compiuti prima dell'offerta sul presupposto che solo quest'ultima è espressamente dichiarata irrevocabile dalla legge; F. CANNELLA, *Sub art. 103*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Commentario* diretto da P.G. Marchetti e L.A. Bianchi, cit., 225, il quale ritiene che sarebbe irragionevole imporre all'offerente di lanciare l'opa qualunque siano le modifiche imposte dalla Consob in esito all'istruttoria sul documento d'offerta. L'A., tuttavia, seppure in forma dubitativa, pare riconoscere l'esistenza di un vincolo a promuovere l'offerta qualora con l'invio della comunicazione l'offerente intenda provocare integralmente gli effetti della normativa in materia, quale ad esempio l'applicazione della *passivity rule*. Tale impostazione non può essere condivisa in quanto le conseguenze giuridiche dell'invio della comunicazione non possono essere rimesse alla valutazione discrezionale dell'offerente ma si verificano per espressa disposizione di legge. Inoltre, non sembra potersi considerare in linea con l'impianto della normativa sull'opa la possibilità che l'offerente possa liberarsi delle conseguenze della comunicazione solo per evitare di adeguarsi al provvedimento prescrittivo delle integrazioni all'informazione emanato dalla Consob. Se si riconoscesse tale eventualità nella fase precedente l'offerta, la si dovrebbe ritenere valida anche durante l'offerta vera e propria posto che la Consob, nell'esercizio del potere di cui all'art. 114, c. 5 e 6 Tuf, può sempre richiedere ai soggetti coinvolti nell'offerta la pubblicazione di dati e documenti necessari per l'informazione del pubblico. Sul punto v. anche M. LAMANDINI, *Sub art. 103*, in *Testo Unico della finanza*. Commentario diretto da G.F. Campobasso, cit., II, 879, secondo il quale nulla esclude che l'offerente possa sottoporre l'offerta alla condizione che la stessa sia approvata dalla Consob senza apposizione di integrazioni o modifiche tali da snaturarne il contenuto. In senso contrario a tale ultima impostazione, cfr. E. PEDERZINI, *Profili contrattuali*, cit., 183 ss.,

spec. 190-191, la quale ritiene che «ogniqualevolta le ragioni ostative alla pubblicazione attengano, secondo l'interpretazione datane dalla Consob, ad una mancanza di conformità al dettato legislativo (o regolamentare) riscontrata nel documento sottoposto al suo controllo, la scelta del promotore non può tradursi nell'arbitraria decisione di "ritirare" l'offerta». In punto, v. anche quanto osservato alla nt. precedente.

[61] Cfr. Consob, Comunicato stampa del 22 febbraio 1999.

[62] Trib. Milano 20 marzo 2000, in *Società*, 2000, 1361, che, seppure con riferimento ad un'ipotesi di opa obbligatoria successiva ex art. 10, c. 8, l. 149/92, ha affermato che, prima della pubblicazione del documento d'offerta al singolo azionista può essere riconosciuto un «legittimo affidamento» sul lancio della stessa. L'affermazione deve ritenersi valida anche in relazione all'attuale normativa di cui al Tuf che, imponendo all'offerente l'obbligo di informare dell'avvenuta comunicazione alla Consob anche il mercato, mira ad estendere gli effetti della fase preliminare dell'offerta al di là del mero rapporto formale intercorrente tra tale soggetto e l'Autorità.

[63] Nel delineare le sanzioni conseguenti alla tardiva presentazione del documento d'offerta, si è recepito l'art. 13, lett. a) dir. opa.

[64] Per la configurazione dell'opa in termini di proposta contrattuale, cfr. E. PEDERZINI, *Profili contrattuali*, cit., ove più ampi riferimenti bibliografici; M. CALLEGARI, *Sub art. 102*, cit., 2437; S. PESCATORE, *La struttura contrattuale*, cit., 82; ID, voce *Offerta pubblica di acquisto di azioni e obbligazioni*, cit., p. 379; E. RIGHINI, *Sub art. 9*, in *Legge 18 febbraio 1992, n. 149. Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli*. Commentario a cura di R. Costi, cit., 226 ss.; E. PEDERZINI, *Sub art. 14*, *ivi*, 313; ID, *Sub art. 17*, *ivi*, 367 ss.; F. TASSINARI, *Sub art. 20*, *ivi*, 403 ss.; G. L. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, Padova, 1996, 24; L. G. PICONE, *op. cit.*, 2; M. BAGLIONI, *Commento alla l. 18 febbraio 1992, n. 149*, in *Corr. Giur.*, 1992, 364 e 366; A. MORANO, *Offerte pubbliche di acquisto: profili pratici ed operativi*, in *Società*, 1992, 1473; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*², cit., 53; A. DI MAIO, voce *Offerta al pubblico*, in *Enc. Dir.*, XXIX, Milano, 1979, 762.

La riconducibilità dell'opa alla fattispecie di cui all'art. 1336 c.c. non può essere totale, posto che tale disposizione prevede la revocabilità dell'offerta, assolutamente esclusa dall'art. 103 Tuf. Si osserva, tuttavia, come il richiamo alla norma codicistica riveli la sua utilità nel consentire l'applicazione, anche all'offerta pubblica di acquisto, delle norme generali sui contratti la cui estensione, tuttavia, deve ritenersi possibile nei limiti di compatibilità con la disciplina del Tuf. In punto, cfr. C. MOSCA, *Sub art. 102*, cit., 190 *sub nt.* 24; P. BENAZZO, *I presupposti dell'opa preventiva*, in *Giur. comm.*, 1994, 124 ss. Isolata, invece, risulta la riconduzione dell'istituto alla fattispecie della promessa al pubblico proposta da A. ASTOLFI, *Offerta al pubblico di acquisto (O.P.A.)*, in *Dizionario del diritto privato*, a cura di Irti, Milano, 1981, III, 659 ss. e sostanzialmente riproposta da A. DE BLASIO, *La legge italiana sulle Opa e le normative europee ed Usa*, Milano, 1994, 63 ss.

[65] Per la riconducibilità del documento d'offerta al prospetto informativo di cui all'art. 18 l. 216/1974, cfr. G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto*, Milano, 1986, 35 ss; G. VESPERINI, *La Consob e l'informazione del mercato mobiliare*, Padova, 1993, 107 ss.

[66] Sulle conseguenze del mancato invio, v. art. 192, c. 1 Tuf.

[67] Principio di cui l'art. 102 Tuf costituirebbe espressione. In punto, cfr. E. PEDERZINI, *Profili contrattuali*, cit., 13 ss. Sulla posizione di centralità del documento nell'ambito della procedura di offerta, v. S. FORTUNATO, *La Consob e il mercato mobiliare*, in AA.VV., *Diritto commerciale*, 3a ed., Bologna, 1999, 570 ss.

[68] L'attuale impostazione si discosta da quella della l. 149/92 nella quale era prevista una minuziosa elencazione di tutte le informazioni che dovevano essere rese pubbliche da parte dell'offerente in sede di redazione del prospetto informativo destinato alla divulgazione fra il pubblico. Tale documento, "riflettente l'organizzazione, la situazione economica e finanziaria e la evoluzione dell'attività di chi propone l'operazione", doveva, infatti, contenere una serie di dati e notizie tali da poter consentire a chiunque venisse sollecitato all'acquisto o alla vendita di valori mobiliari - fosse esso un consulente finanziario o un semplice risparmiatore - di effettuare una scelta consapevole di investimento o disinvestimento non solo in relazione alle caratteristiche dei titoli offerti, ma anche sulla base della solidità patrimoniale e finanziaria dell'offerente e delle sue prospettive e programmi futuri.

[69] Si ritiene che in caso di discordanza tra il documento e lo schema astrattamente previsto per una specifica tipologia

di offerta la Consob possa ritenere irricevibile il documento qualora la non rispondenza sia tale da tradursi nella mancata comunicazione degli elementi informativi funzionali a consentire «un fondato giudizio sull'offerta». In punto, cfr. F. CHIAPPETTA-R. D'AMBROSIO, *Opa e disciplina del procedimento*, cit., 471.

[70] Ciò al fine di evitare che, ad onta di ogni sforzo di predeterminazione del contenuto, possa risultare non agevole districarsi tra la fondamentale istanza di completezza ed analiticità dei dati, da una parte, ed il rischio di un'informazione sovrabbondante e, perciò non facilmente fruibile, dall'altra. In argomento, cfr. R. RODORF, *Sollecitazione all'investimento*, cit., c. 269.

[71] Si consideri ad esempio l'informazione sul corrispettivo dell'offerta che trova un'indicazione di valore nel par. B) ma viene ulteriormente specificata nelle sue componenti tecniche nel par. G).

[72] Cfr. lo schema 2 dell'Allegato 2A, che fa riferimento alle condizioni contemplate dall'art. 107 c. 1 Tuf.

[73] Nella pratica, tuttavia, è abbastanza frequente l'apposizione di condizioni connesse alla soppressione di limiti statuari ai possessi azionari, alla trasformazione della società emittente e al rilascio di autorizzazioni da parte di pubbliche autorità. Sul punto, v. *infra* nel testo.

[74] R. COSTI, *Il mercato mobiliare*², cit., 76 ss.

[75] E' evidente che tale indicazione è volta a tutelare quanti abbiano operato la scelta del titolo sulla base della quotazione nei mercati regolamentati che ne assicura una maggiore liquidabilità.

[76] Il quantitativo degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta trova ulteriore precisazione nel par. D), il corrispettivo nel par. G), e la durata nel par. P).

[77] In base agli schemi esplicativi di cui all'Allegato 2A Reg. 11971/99, ove l'offerente sia una società non quotata devono essere altresì indicati gli estremi della costituzione e della durata, l'oggetto sociale, l'ammontare del capitale e la sua composizione, l'identità dei principali azionisti, dei componenti del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale nonché l'eventuale gruppo di appartenenza.

[78] Sul punto v. art. 6, par. 3 lett. a) dir. opa.

[79] Per questo motivo si ritiene opportuno che nel documento d'offerta debba essere indicato il reale promotore dell'operazione il quale deve necessariamente coincidere con colui che figura come offerente. Inoltre, in caso di pluralità di offerenti, questi devono essere tutti specificamente individuati dato che le obbligazioni nascenti dall'opa hanno natura solidale. In questo senso, R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 418 e 511; P. BENAZZO, *I presupposti dell'o.p.a. preventiva*, cit., 132; L. G. PICONE, *op. cit.*, 41. Qualora all'offerente originario dovessero aggiungersi altri soggetti non si avrebbe modificazione soggettiva della proposta bensì nuova proposta. Così, E. PEDERZINI, *Sub art. 14*, cit., 308.

[80] La mancata indicazione dell'identità dell'offerente ha rappresentato uno degli aspetti più critici della prima offerta pubblica di acquisto aggressiva svoltasi in Italia, ossia quella presentata nel settembre del 1971 per l'acquisizione di 20.000.000 di azioni della Bastogi - Società Italiana per le strade ferrate meridionali S.p.a. Tale offerta era stata promossa dalla *Westdeutsche Landesbank Girozentrale* «su ordine e quale rappresentante autorizzato di un importante Gruppo internazionale» di cui, anche dopo la chiusura dell'offerta, peraltro conclusasi negativamente, non è mai stata svelata l'identità. In pratica si trattava di una sorta di offerta per persona da nominare che, ineccepibile sul piano civilistico, aveva suscitato un certo allarme negli ambienti finanziari anche in virtù del fatto che proprio sul punto dell'identificazione dell'offerente, l'operazione si discostava dalle esperienze straniere più consolidate. Sulla vicenda, cfr. A. LANZA, *La grande vaporiera del Conte Bastogi*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1971, I, 451; P.G. MARCHETTI, *Le O.P.A. in Italia*, in *Riv. soc.*, 1971, 1151; A. CATTANEO-S. CORALLINI, *Le O.P.A. e l'affare Bastogi*, Perugia, 1972.

[81] In quanto fenomeno caratterizzato dalla «pubblicità», l'opa è dotata di una sua etica incontrovertibile comprovata dal fatto che «essa è considerata come il fumo negli occhi dell'*establishment* degli affari, notoriamente affascinato dalla pudicizia». Così, A. LANZA, *op. cit.*, 451. Il timore dell'esposizione al giudizio del mercato è particolarmente sentito in Gran

Bretagna. La trasgressione delle disposizioni in materia di *takeover bids* contenute nel *City Code on Takeovers and Mergers*, infatti, comporta l'applicazione di sanzioni che, a seconda dell'entità dell'infrazione, vanno da una semplice *private reprimand* volta ad invitare gli operatori ad agire con la necessaria etica professionale, ad una più grave *public censure* implicante l'esposizione del responsabile alla pubblica riprovazione e al biasimo del mercato finanziario, per arrivare nei casi più estremi all'esclusione del colpevole dai servizi finanziari.

[82] In base all'attuale disciplina regolamentare, le informazioni sull'emittente risultano pressochè identiche a quelle previste per l'offerente, su cui v. *supra*.

[83] Cfr. l'art. 101-ter Tuf.

[84] Tale ultima indicazione rappresenta un'applicazione del principio di trasparenza dell'offerta in quanto vale ad evitare che il relativo pagamento possa gravare sugli accettanti. Siffatta obbligazione, infatti, deve essere adempiuta esclusivamente dall'offerente che si avvale della collaborazione degli intermediari in forza di un contratto di mandato. In punto, cfr. E. PEDERZINI, *Sub art. 14, cit.*, 316.

[85] E' per questo che, nonostante l'assenza di un obbligo per chi intende presentare un'offerta, di agire a mezzo di intermediari, nella pratica si procede sempre alla loro designazione. Tale tendenza risponde ad una regola tipica del mercato mobiliare che deroga ai principi generali del compimento personale degli atti e che presuppone la sussistenza di un rapporto fiduciario fra soggetti, funzionale ad operare una selezione professionale degli operatori a garanzia del buon funzionamento del mercato.

[86] R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 519. ID., *La nuova legge italiana sulle offerte pubbliche di acquisto*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1992, I, 440, il quale, sul presupposto che gli intermediari specializzati siano inclini a conservare intatta la propria reputazione non prestando assistenza a clienti "corsari", ritiene che gli stessi svolgano, sebbene per interesse egoistico, «una benefica funzione filtrante sulle iniziative altrui».

[87] Sulla base del criterio quantitativo si distinguono le offerte totalitarie, aventi ad oggetto il complesso dei titoli di una certa categoria della società emittente, dalle offerte parziali che hanno invece ad oggetto una sola parte degli stessi.

[88] A differenza della precedente normativa di cui alla l. 149/92, che si applicava limitatamente alle offerte pubbliche dirette all'acquisto di «valori mobiliari quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto che comunque consentono di acquisire diritti di voto» (art. 9), l'attuale disciplina dell'opa riguarda genericamente l'acquisto di «titoli», in ipotesi anche non soggetti a quotazione. L'applicazione a tutte le offerte di principi, quali quello della parità di trattamento, che troverebbero giustificazione solo nell'ambito dei mercati regolamentati è stata accesamente criticata da F. CARBONETTI, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 1998, 1354, il quale vi ravvisa «una drastica compressione dell'autonomia privata (.....) che impedisce all'offerente di individuare nel modo che egli crede migliore, e che può essere perfettamente razionale, i destinatari dell'offerta e i criteri per l'eventuale riparto». Favorevole è, invece, M. CALLEGARI, *Sub art. 102, cit.*, 2437, la quale pone in luce come, a prescindere dalla quotazione, le partecipazioni oggetto dell'offerta si riconnettono in ogni caso «ad operazioni di investimento che, seppure fra loro diversamente strutturate, sono comunque accomunate dall'idoneità ad essere diffuse tra il pubblico dei risparmiatori e caratterizzate dall'impossibilità di un immediato e diretto controllo sulla gestione dell'investimento da parte dei sottoscrittori». In realtà, come rilevato nell'*Indagine conoscitiva sull'evoluzione del mercato mobiliare italiano della Commissione Finanze della Camera*, cit., 193, l'estensione dell'ambito applicativo dell'istituto dell'opa anche ai titoli non quotati nasce con l'intento di rimuovere i possibili disincentivi alla quotazione «sottesi ad una eccessiva asimmetria nella disciplina dei controlli concernenti le società con titoli negoziati sui mercati regolamentati e le società che sistematicamente fanno appello al pubblico risparmio».

[89] In questo senso, cfr. L.G. PICONE, *op. cit.*, 43; F. TASSINARI, *Sub art. 20, cit.*, 408.

[90] L.G. PICONE, *op. cit.*, 44. Come risulta dagli schemi esemplificativi di documento, qualora l'offerta abbia ad oggetto una certa categoria di azioni, la percentuale deve essere espressa anche in rapporto al capitale che esse rappresentano unitamente agli altri titoli della medesima categoria. Rispetto alle obbligazioni convertibili, invece, la percentuale richiesta va calcolata in relazione all'intero prestito, mentre per i titoli diversi da quelli azionari ed obbligazionari (quali diritti su strumenti finanziari convertibili in azioni con diritto di voto o su strumenti finanziari rappresentativi del diritto di sottoscrivere o acquistare azioni) deve rapportarsi alle azioni di compendio rispetto all'intero capitale sociale e rispetto al capitale costituito da azioni della

medesima categoria (d4).

[91] In questo caso, il rilascio dell'autorizzazione è condizione per l'approvazione del documento da parte della Consob che deve avvenire nel termine di cinque giorni dalla comunicazione della stessa, ai sensi dell'art. 102, c. 4 Tuf.

[92] Il deposito dei titoli deve avvenire contestualmente alla sottoscrizione della scheda di adesione e comporta la loro immissione in un deposito transitorio vincolato.

[93] Nella maggior parte dei documenti pubblicati nel nostro paese si nota la costante tendenza ad escludere dall'offerta i mercati statunitensi. La ragione di tale scelta sembra doversi ricercare nella volontà di evitare l'assoggettamento dell'operazione alla rigorosa disciplina dei *tender offers* che, oltre a contemplare gravosi costi amministrativi, sottopone l'offerente ad una serie di stringenti responsabilità che non trovano equivalenti giuridici nel nostro ordinamento. A tale situazione dovrebbero aver posto parziale rimedio le disposizioni del *Sec Release* No. 33-7759 del 22 ottobre 2000, che esclude l'applicabilità della disciplina statunitense alle opa transfrontaliere nei casi in cui l'offerta abbia ad oggetto titoli emessi da emittenti privati stranieri e diffusi nel mercato statunitense in misura inferiore al 10%.

[94] G. L. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., 99-100, il quale rileva come, in questo caso, nella fattispecie negoziale vengano ad assumere rilevanza i motivi individuali e l'interesse dell'offerente.

[95] S. PESCATORE, *La struttura contrattuale*, cit., 80 ss.; G. L. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., 100.

[96] L.G. PICONE, *op. cit.*, 42 e 45; F. TASSINARI, *Sub art. 20*, cit., 408.

[97] Su cui si rinvia a L. G. PICONE, *op. cit.*, 44. In riferimento alla precedente disciplina dell'opa, cfr. R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 513; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 105; E. PEDERZINI, *Sub art. 14*, cit., 311; F. TASSINARI, *Sub art. 20*, cit., 407.

[98] Così, L.G. PICONE, *op. cit.*, 44.

[99] L'inderogabilità ed absolutezza del principio di irrevocabilità nasce dall'esigenza di evitare il compimento di manovre speculative a danno degli investitori. Si pensi, infatti, alle conseguenze disastrose che un'offerta promossa e subito dopo revocata potrebbe avere sulla negoziazione dei titoli che ne costituiscono oggetto. Per questo motivo il principio è contemplato dalla gran parte degli ordinamenti che prevedono l'opa.

[100] Tale considerazione, del resto, trova conforto nell'art. 6, par. 3, lett. h) dir. opa che, nel disciplinare il contenuto del documento, prevede l'inserimento di «tutte le condizioni alle quali l'offerta è subordinata». In dottrina, relativamente alla precedente regolamentazione, cfr. R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 513 *sub* nt. 21; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 105; E. PEDERZINI, *Sub art. 14*, cit., 311; ID, *I profili contrattuali*, cit., 133 ss.

[101] Art. 20, c. 3, l. 149/92. L'offerente, tuttavia, doveva espressamente riservarsi tale facoltà al momento della pubblicazione dell'offerta.

[102] Tale tendenza ha sempre ricevuto il conforto della Consob. A titolo esemplificativo può richiamarsi il documento relativo all'opa sulle azioni Telecom Italia Spa presentata da Olivetti Spa e Tecnost Spa nell'aprile 1999. L'efficacia di tale offerta era subordinata al conseguimento di un numero di azioni rappresentative di almeno il 67% del capitale ordinario Telecom, come risultava dalle Avvertenze e, successivamente, dal par. E del medesimo documento nel quale, tuttavia, si precisava che «nel caso di adesione all'offerta per un quantitativo inferiore a tale quantitativo minimo del 67%, gli Offerenti si riservano (.....) la facoltà insindacabile di acquistare comunque il quantitativo inferiore di azioni risultante dalle adesioni ricevute (...) Tale facoltà potrà essere esercitata dagli offerenti qualora le azioni raccolte mediante l'offerta, ancorchè inferiori al quantitativo minimo del 67% del capitale ordinario, siano comunque in numero tale da consentire l'effettivo controllo sulla gestione di Telecom e delle sue controllate ai fini della realizzazione del piano industriale annunciato al mercato, il quantitativo in parola è individuato in una percentuale di azioni non inferiore al 35% del capitale ordinario».

[103] L.G. PICONE, *op. cit.*, 47-48.

[104] Secondo parte della dottrina, la previsione di un quantitativo minimo di adesioni corrispondente alla quasi totalità del capitale, o comunque di entità non facilmente raggiungibile, darebbe luogo ad una condizione di fatto impossibile ex art. 1354 c.c. Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio di titoli*, in *Società*, 1992, 590; C. SILVETTI, *Note a margine di un recente caso di opa ostile*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1997, I, 78 sub nt. 14.

[105] Va osservato, infatti, che mentre la condizione meramente potestativa ha ad oggetto un evento la cui verifica è rimessa all'arbitrio dell'offerente, la rinuncia meramente potestativa alla condizione sul quantitativo minimo, si configura come espressione di una volontà diretta all'accettazione di una fattispecie diversa da quella la cui realizzazione era, invece, rimessa al comportamento altrui. Infatti, soltanto l'adesione degli oblati in misura corrispondente a quella inizialmente richiesta sarebbe stata in grado di determinare l'effetto acquisitivo.

[106] Sull'argomento, si rinvia a L. FERRI, voce *Revoca (dir. priv.)*, in *Enc. Dir.*, XL, Milano, 1987, 197; G. GENTILE, voce *Revoca degli atti, I) Profili generali - Dir. civ.*, in *Enc. Giur.*, XXVII, Roma, 1991, 4, ove ampi riferimenti bibliografici.

[107] Così, G. GENTILE, *op. cit.*, 5.

[108] In questo caso, l'inquadramento dell'opa come ipotesi di proposta contrattuale potrebbe indurre a considerare l'acquisto di un quantitativo non corrispondente a quello richiesto come accettazione di una nuova proposta, ai sensi dell'art. 1326, c. 5 c.c. In punto, cfr. F. TASSINARI, *Sub art. 20, cit.*, 408 sub nt. 28.

[109] Tutt'al più potrà prospettarsi il problema della tutela di quegli oblati che dopo la chiusura dell'offerta, ma prima dello scioglimento della riserva di acquisto da parte dell'offerente, volessero ritirare l'accettazione. Si ritiene che l'esercizio di tale diritto dovrebbe essere espressamente riconosciuto dalla legge ovvero dal documento d'offerta. Ma in quest'ultimo caso è ovvio che l'offerente non avrà alcun interesse a prevederlo in quanto il suo esercizio potrebbe vanificare gli effetti di un'eventuale decisione di acquisto. Deve, tuttavia, osservarsi che l'accettazione dell'offerta comporta accettazione di tutte le condizioni inserite nel documento, tra cui l'eventuale riserva di acquisto. L'azionista, pertanto, è consapevole che, in caso di mancato avveramento della condizione, l'esito dell'affare sarà rimesso alla decisione dell'offerente. Si configura in questo modo una proposta di opzione che, se accettata, attribuisce a tale soggetto un potere discrezionale di acquisto. In punto, cfr. E. RIGHINI, *Sub art. 9, cit.*, 226.

[110] L.G. PICONE, *op. cit.*, 48.

[111] Nella dir. opa vengono ad assumere rilevanza anche gli interessi di coloro che, sebbene privi di titolo per l'accettazione dell'offerta, siano in ogni caso interessati ai riflessi della stessa sull'attività della società offerente, in relazione al mantenimento del personale e dei suoi amministratori (cfr. art. 6, par. 3 lett. i). Sul punto, v. *infra*.

[112] Ai sensi dell'art. 6, par. 3 lett. d) dir. opa, ove l'offerta abbia ad oggetto titoli appartenenti a diverse categorie l'offerente è tenuto ad indicare un corrispettivo per ognuna di esse. Sui dubbi, manifestati in passato, in merito alla «doverosità» di tale differenziazione, cfr. E. PEDERZINI, *Sub art. 14, cit.*, 313 .

[113] Cfr. art. 6, par. 3 lett. d) dir. opa e art. 106 Tuf.

[114] In punto, si rinvia alle considerazioni di E. PEDERZINI, *Sub art. 14, cit.*, 313 ss.

[115] L.G. PICONE, *op. cit.*, 50.

[116] Al disbrigo delle operazioni esecutive sono preposti i «soggetti incaricati del pagamento» che agiscono per conto dell'offerente e ai quali gli oblati devono necessariamente rivolgersi per ottenere il corrispettivo. Chi accetta l'offerta, infatti, dichiara nella scheda di adesione di aver preso atto che il pagamento verrà effettuato presso tali soggetti nella data prestabilita.

Nel caso di mancato perfezionamento del contratto di acquisto si dovrà, invece, procedere alla restituzione dei titoli depositati in accettazione all'offerta presso gli intermediari incaricati di ricevere le adesioni.

[117] Cfr. par. H) sottopar. h3) degli schemi esplicativi di documento.

[118] Attraverso la prestazione della garanzia l'offerente può dare dimostrazione della serietà dei propri propositi sebbene già l'indicazione dei consulenti e dei responsabili del finanziamento sia «indice di avvio delle attività operative per l'ottenimento dei necessari mezzi finanziari». Cfr. Comunicazione Consob n. DIS/99071599 del 2 ottobre 1999, cit. La Consob con Comunicazione n. DIS/33766 del 5 maggio 2000, ha stabilito che la prestazione delle garanzie deve avvenire secondo la seguente procedura: a) inoltro, contestualmente alla comunicazione prevista dall'art. 102 Tuf, di una dichiarazione di impegno del soggetto incaricato, relativa all'organizzazione della prestazione delle garanzie, contenente l'indicazione delle loro modalità e caratteristiche; b) indicazione analitica nel documento d'offerta dei contenuti e delle modalità di prestazione di tali garanzie; c) trasmissione, prima dell'inizio del periodo di adesione, della documentazione inerente alla formalizzazione delle garanzie in conformità alle indicazioni contenute nel documento d'offerta pubblicato.

[119] Nel vigore della l. 149/92, un indizio della natura creditizia dei garanti si poteva trarre dall'art. 27, c. 5, che prevedeva l'applicazione del divieto di effettuare contrattazioni sui titoli oggetto dell'offerta anche «agli istituti bancari che hanno garantito l'adempimento dell'offerente». Il Tuf, invece, non contiene alcuna indicazione sotto questo profilo.

[120] Nel caso di offerta pubblica di scambio o mista, invece, è necessario che gli strumenti finanziari offerti in corrispettivo siano nella piena disponibilità dell'offerente, liberi da vincoli e oneri di qualsiasi genere e natura di modo che all'eventuale trasferimento a favore degli oblati non possano frapporsi impedimenti di alcun genere.

[121] Proprio l'inadeguatezza della garanzia di esatto adempimento è stato uno dei motivi posti alla base della sospensione delle due offerte pubbliche di acquisto (volontaria e obbligatoria) promosse dalla Banca Popolare di Lodi-Banca Popolare Italiana sulle azioni del Banco Ambrosiano Veneto nel giugno 2005, disposta con Delibere Consob 27 luglio 2005 n.ri 15122 e 15123.

[122] Il rapporto tra mezzo e fine dell'offerta viene ritenuto rilevante sul piano della valutazione della serietà della relativa proposta. In questo senso, cfr. C. SALOMAO FILHO-M. STELLA RICHTER, *Note in tema di offerte pubbliche di acquisto, ruolo degli amministratori ed interesse sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1993, 119.

[123] L'offerente deve, altresì, precisare quale dei programmi prevede di attuare in tutto o in parte nei dodici mesi successivi alla chiusura dell'offerta.

[124] R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 511; E. PEDERZINI, *Sub art. 14*, cit., 315.

[125] E' da considerare tuttavia che, poiché i programmi vengono elaborati sulla base di una conoscenza solo parziale della situazione della società emittente è possibile che, conclusasi positivamente l'operazione, all'offerente non risulti possibile darvi corso per causa a lui non imputabile.

[126] R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 106.

[127] R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 503-504. Nel senso della non vincolatività delle informazioni sui programmi futuri, cfr. ASSONIME, Circolare 9 febbraio 1999, n. 13, cit., 38.

[128] E. PEDERZINI, *Sub art. 14*, cit., 315.

[129] Afferma, seppure in senso meramente probabilistico, la possibilità che la responsabilità dell'offerente possa profilarsi anche nei confronti di chi abbia accettato l'offerta, R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 106.

[130] E. PEDERZINI, *Sub art. 14*, cit., 315.

[131] Al riguardo, tuttavia, si dovrebbe opportunamente distinguere il caso di mancata realizzazione del programma per esclusiva inerzia dell'offerente, dal caso di sopravvenuta impossibilità di realizzazione per causa a lui non imputabile. V. *supra sub nt.* 125.

[132] Cfr. E. PEDERZINI, *Sub art.* 14, cit., 315, che ritiene che a tale inconveniente possa porre rimedio la Consob la quale, pur non potendo valutare nel merito i propositi dell'offerente, potrebbe imporgliene un'indicazione più dettagliata. Va considerato, tuttavia, che le enunciazioni sui programmi futuri sono pur sempre manifestazione di «intenzioni» dell'offerente, come può evincersi dall'art. 6, par. 3 lett. i) dir. opa.

[133] Cfr. V. MELI, *La repressione della pubblicità ingannevole (Commento al d. lg. 25 gennaio 1992 n. 74)*, Torino, 1994, 138; M. FUSI-P. TESTA-P. COTTAFANI, *La pubblicità ingannevole (Commento al d. lg. 25 gennaio 1992, n. 74)*, Milano, 1993, 312 ss.

[134] V. MELI, *op. cit.*, 138 ss.; M. FUSI-P. TESTA-P. COTTAFANI, *op. cit.*, 318.

[135] V. MELI, *op. cit.*, 138.

[136] Ove sia stato adottato il modello dualistico, il comunicato deve essere approvato dal consiglio di sorveglianza. Nel caso in cui la società emittente sia sottoposta a fallimento, invece, la redazione del comunicato compete al curatore fallimentare che è tenuto a provvedervi previa autorizzazione del Giudice Delegato. Per un caso pratico si rinvia all'offerta proposta da Santeurosia Spa sulle azioni di SCI Spa, indicata come «società sottoposta a liquidazione e fallimento».

[137] Nel vigore della l. 149/92, la possibilità di esprimere la propria valutazione sull'offerta era prevista come mera facoltà della società emittente. L'attuale previsione dell'art. 103, c. 3 Tuf, si allinea alla disciplina inglese di cui alla *Rule 25* del *City Code*, e francese, contenuta nell'art. 11 del *Règlement Général* nonché all'art. 9, par. 5 dir. opa. Anche la normativa tedesca sulle offerte pubbliche di acquisto, di cui al WpUG del 2001, entrata in vigore il primo gennaio 2002, prevede al § 27, c. 1, che il *Vorstand* e l'*Aufsichtsrat* della società emittente provvedano ad emettere un comunicato motivato al quale va allegata la documentazione attestante la posizione assunta dai dipendenti della società relativamente all'offerta. Seppur riferite alla precedente disciplina dell'opa, allo stato, le riflessioni più complete in materia di comunicato dell'emittente appaiono ancora quelle di D. REGOLI, *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Torino, 1996, 51 ss.

[138] Cfr. Comunicazione Consob, in *Consob Informa*, n. 19 del 10 maggio 1999.

[139] L.G. PICONE, *op. cit.*, 112, il quale, raffrontando la precedente normativa con quella attuale afferma che «si è passati da un sistema nel quale la società emittente aveva una posizione passiva e comunque secondaria nel corso di un'offerta pubblica di acquisto, ad un sistema nel quale la società bersaglio acquisisce una posizione parzialmente attiva e, comunque, di primaria rilevanza». In punto, v. pure R. D'AMBROSIO, *Sub art.* 102-112, cit., 597; M. MIOLA-L. PICARDI, *Sub art.* 102, cit., 860.

[140] F. CANNELLA, *Sub art.* 103, cit., 233.

[141] Sul punto, si rinvia alle considerazioni di D. REGOLI, *op. cit.*, 9 *sub nt.* 13 e agli Autori *ivi citati*.

[142] R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 108; D. REGOLI, *op. cit.*, 10; L.G. PICONE, *op. cit.*, 114; M. CALLEGARI, *Sub art.* 103, in *Corporate Governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati*, Commentario al d. lgs. n. 58/98, a cura di G. Cottino, cit., 2440 *sub nt.* 23.

[143] R. WEIGMAN., *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 511; D. REGOLI, *op. cit.*, 9.

[144] R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 567; D. REGOLI, *op. cit.*, 102; F. CHIAPPETTA, *Sub art.* 103, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F.

[145] In argomento, cfr. F. CHIAPPETTA, *Sub art. 103*, cit., 962; L.G. PICONE, *op. cit.*, 113; R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 576; D. REGOLI, *op. cit.*, 103. L'impatto che il comunicato può avere sull'offerta risulta largamente rafforzato dall'obbligo di trasmissione ai lavoratori della società emittente i quali possono esprimere un parere sulle ripercussioni che l'offerta avrà sull'occupazione. Se ricevuto in tempo utile dall'organo amministrativo, tale parere è allegato al comunicato.

[146] F. CHIAPPETTA, *Sub art. 103*, cit., 962; L.G. PICONE, *op. cit.*, 112-113.

[147] L. ENRIQUES, *Sub art. 27*, in *Legge 18 febbraio 1992. Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli*. Commentario a cura di R. Costi, cit., 440; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 108 il quale sottolinea l'importanza del comunicato soprattutto in relazione alle opa amichevoli posto che rispetto a quelle ostili il consiglio di amministrazione ricorrerebbe in ogni caso alla sua redazione al fine di contrastare la scalata.

[148] ASSONIME, Circolare 9 febbraio 1999, n. 13, cit., 42.

[149] Si tratta di un'indicazione meramente eventuale. Il suo inserimento nel comunicato è necessaria solo qualora la relativa decisione sia già stata formalmente assunta dal consiglio di amministrazione. In caso contrario, la notizia della convocazione assembleare dovrà essere resa nota al mercato mediante la trasmissione a due agenzie di stampa e alla società di gestione del mercato, come previsto dall'art. 35, c. 2 Reg. n. 11971/99.

[150] La conoscenza di tali dati dovrebbe tornare utile ai fini del calcolo delle probabilità di successo dell'offerta, oltre che nella valutazione dei relativi effetti. Cfr. ASSONIME, Circolare 9 febbraio 1999, n. 13, cit., 42.

[151] L'indicazione riguarda i soli fatti utili ai fini dell'apprezzamento dell'offerta. Gli accadimenti successivi alla pubblicazione del comunicato, invece, dovranno essere divulgati a mezzo di comunicati di aggiornamento. Cfr. *Consob Informa* n. 19/2000.

[152] In attuazione di quanto previsto dall'art. 9 dir. opa, il comunicato deve contenere anche «una valutazione degli effetti che un'eventuale successo dell'offerta avrà sugli interessi della società, nonché sull'occupazione e la localizzazione dei siti produttivi».

[153] D. REGOLI, *op. cit.* 59; L.G. PICONE, *op. cit.*, 121.

[154] In questo senso, cfr. R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 576.

[155] Non si esclude, infatti, che con le loro valutazioni, gli amministratori possano spingersi fino a sindacare negativamente anche un'ipotetica gestione della società da parte dell'offerente. In questo senso, cfr. P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 164. Cfr. pure F. CANNELLA, *Sub art. 103*, cit., 233 sub nt. 57. Per evitare il rischio di valutazioni troppo «interessate» il *City Code* impone al *Board* di «*obtain competent independent advice of any offer*» e di comunicare a tutti i soci «*the substance of such advice*».

[156] R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 109; P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, cit., 164; L.G. PICONE, *op. cit.*, 121; F. CHIAPPETTA, *Sub art. 103*, cit., 963; M. CALLEGARI, *Sub art. 103*, cit., 2440.

[157] D. REGOLI, *op. cit.*, 128 ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2001, 321.

[158] R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 576; P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, cit., 164; L.G. PICONE, *op. cit.*, 120.

[159] R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 577; L. ENRIQUES, *Sub art. 27*, cit., 442; L.G. PICONE, *op. cit.*, 120-121, il quale *sub nt. 303*, ipotizza il caso in cui l'offerente, in conseguenza di valutazioni formulate dagli amministratori della società emittente con incuria, superficialità o malafede, abbia modificato i termini dell'offerta sostenendo un onere economico assolutamente ingiustificato rispetto alla reale situazione della società.

[160] P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, cit., 164.

[161] Al fine di delimitare le singole responsabilità per il contenuto del comunicato, non sarebbero sufficienti gli adempimenti indicati dall'art. 2392, c. 3 c.c. (ossia l'annotazione senza indugio del dissenso sul libro delle adunanze e deliberazioni del consiglio di amministrazione e la comunicazione scritta al presidente del collegio sindacale), ritenendosi invece necessaria l'esternazione del dissenso, in quanto il danno deriverebbe dalla comunicazione al pubblico. Così, R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 577-578. In punto di limitazione di responsabilità degli amministratori dissenzienti rispetto al contenuto del comunicato, cfr. P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, cit., 165.

[162] La predisposizione del comunicato può avvenire in coincidenza con l'apertura dell'istruttoria della Consob sul documento d'offerta. Tuttavia, poiché l'organo di controllo potrebbe chiedere all'offerente l'integrazione di talune informazioni, tale atto non può essere definito nel suo contenuto essenziale se non dopo che si sia avuta conoscenza del testo definitivo del documento d'offerta. I termini per la predisposizione, quindi, potrebbero essere abbastanza ridotti. Infatti, considerato che l'offerente può procedere alla pubblicazione del documento d'offerta anche solo cinque giorni prima dell'inizio del periodo di adesione, mentre il comunicato va inviato alla Consob almeno due giorni prima della sua diffusione, che coincide con il primo giorno del periodo di adesione, ne deriva che l'emittente può disporre di soli tre giorni per elaborare, trasmettere il comunicato alla Consob e procedere alle integrazioni da essa indicate. Trattandosi di un documento abbastanza complesso, tale termine appare troppo esiguo. In punto, cfr. P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, cit., 165 ss.

[163] L.G. PICONE, *op. cit.*, 115.

[164] F. CHIAPPETTA, *Sub art. 103*, cit., 962.

[165] D. REGOLI, *op. cit.*, 107.

[166] In senso contrario, seppur in riferimento alla precedente normativa, L. ENRIQUES, *Sub art. 27*, cit., 443, secondo il quale si tratterebbe di silenzio-inadempimento sicché il difetto di una pronuncia della Consob sarebbe ostativo alla pubblicazione.

[167] Cfr. R. WEIGMANN, *La nuova disciplina delle opa*, in *La riforma delle società quotate*, Atti del Convegno di Studio, S. Margherita Ligure (13-14 giugno 1998), cit., 200; L.G. PICONE, *op. cit.*, 61.

[168] R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 517; L. G. PICONE, *op. cit.*, 55; ASSONIME, Circolare 9 febbraio 1999, n. 13, cit., 40;

[169] Preliminarmente, la Commissione dovrebbe esprimere un apprezzamento circa la completezza del documento d'offerta e la sua rispondenza agli schemi allegati al Reg. n. 11971/99. In punto, cfr. ASSONIME, Circolare 9 febbraio 1999, n. 13, cit., 39.

[170] Il tipo di controllo che ne deriva può definirsi «neutrale» in quanto destinato a gravare su operatori «autoresponsabili» e a tutela di investitori la cui consapevolezza appare già garantita dalla previsione di norme volte ad assicurare in via generale la trasparenza e l'informazione del mercato. Così, F. CHIAPPETTA-M. TOFANELLI, *op. cit.*, 7.

[171] Si è già osservato come quest'ultima indicazione esprima un potere particolarmente penetrante il cui esercizio presuppone una valutazione di merito circa l'adeguatezza della garanzia. V. *supra* § 5. Sul punto, cfr. ASSONIME, Circolare 9 febbraio 1999, n. 13, cit., 40; L.G. PICONE, *op. cit.*, 56. La valutazione delle garanzie dell'offerta risulta funzionale sia alla tutela del mercato, atteso il grave pregiudizio che un'offerta inadempita potrebbe arrecare al suo regolare funzionamento, sia alla tutela

degli oblati, stante la relazione diretta con il pagamento del corrispettivo.

[172] Come si è già osservato, in base al disposto dell'art. 102 Tuf, tale termine non può essere superiore a 30 giorni (45 nel caso di titoli non quotati o non diffusi tra il pubblico). Ove si renda necessario richiedere all'offerente informazioni supplementari, lo stesso può essere sospeso «per una sola volta» per un massimo di 15 giorni.

[173] R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 508-509; C. MOSCA, *Sub art. 102*, cit., 213. In senso contrario (parrebbe), M. CALLEGARI, *Sub art. 102*, cit., 2438, la quale, raffrontando la previsione di cui all'art. 15 l. n. 149/92, secondo cui le informazioni integrative dovevano essere fornite in sede di pubblicazione, con l'attuale normativa che omette tale precisazione, ritiene «che le informazioni siano ora invece dirette principalmente alla Commissione, allo scopo di consentire un adeguato esercizio dei maggiori poteri interdittivi e di controllo della medesima».

[174] ASSONIME, Circolare 9 febbraio 1999, n. 13, cit., 52; L.G. PICONE, *op. cit.*, 167.

[175] In ogni caso, non è indispensabile che la notizia possa influenzare sensibilmente il prezzo dei titoli, essendo sufficiente una valutazione positiva della Consob in ordine alla necessità della sua divulgazione a garanzia dell'informazione del pubblico.

[176] La norma trova il suo precedente nell'art. 3 l. 7 giugno 1974, n. 216, come modificato dall'art. 5 l. 4 giugno 1985, n. 281. In argomento, cfr. F. CHIAPPETTA-M. TOFANELLI, *op. cit.*, 54.

[177] L. G. PICONE, *op. cit.*, 164; F. GUARRACINO, *Sub art. 114*, cit., 1054; M. LISANTI, *L'abrogazione della L. n. 149/92*, cit., 464.

[178] In difetto di indicazione di un termine di presentazione, il reclamo si considera ammissibile fino a quando la Consob non abbia provveduto a disporre d'ufficio la comunicazione al pubblico. In questo senso, cfr. N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, cit., 80.

[179] In alternativa al reclamo, si tende a riconoscere la possibilità per gli interessati di proporre ricorso al Tar. Così, F. GUARRACINO, *Sub art. 114*, cit., 1061.

[180] C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, cit., 263; N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, cit., 81; F. GUARRACINO, *Sub art. 114*, cit., 1057 e 1061.

[181] S. PROVIDENTI, *Sub art. 115*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, cit., 1066.

[182] In difetto di specifica regolamentazione, si ritiene che all'ispezione debbano in ogni caso applicarsi i principi di trasparenza dell'attività amministrativa mentre alle società che ne sono sottoposte dovrebbe essere garantito il diritto di difesa. Così, S. PROVIDENTI, *Sub art. 115*, cit., 1067.

[183] Deve rilevarsi che le disposizioni degli artt. 114 e 115 Tuf sono applicabili nei confronti dei soli emittenti titoli quotati. Nel corso di un'opa, tuttavia, ambedue le norme si applicano genericamente ai soggetti coinvolti nell'operazione che, in ipotesi potrebbero essere anche società non quotate.

[184] In questo senso, cfr. F. CHIAPPETTA, *Sub art. 103*, cit., 960; L.G. PICONE, *op. cit.*, 167 *sub* nt. 411.

[185] Così, E. PEDERZINI, *Profili contrattuali*, cit., 173.

[186] Si ritiene, in ogni caso, opportuno che la pubblicazione avvenga entro un termine non troppo lungo al fine di evitare l'irragionevole prolungarsi degli effetti scaturenti dalla notizia del lancio dell'opa, quali la variazione del corso dei titoli e

le limitazioni all'operatività della società emittente. In questo senso, cfr. R. CHIAPPETTA-R. D'AMBROSIO, *Opa e disciplina del procedimento*, cit., 456.

[187] Considerato che per l'assolvimento di tale obbligo non sono previsti specifici adempimenti formali, si ritiene che i depositanti possano provvedervi anche telefonicamente ovvero mediante semplice invio per posta della scheda di adesione. Sul punto, cfr. ASSONIME, Circolare 9 febbraio 1999, n. 13, cit., 40.

[188] In considerazione dei livelli d'uso raggiunti, si tende ad affermare l'idea che per la pubblicazione del documento l'offerente possa avvalersi anche della rete *Internet* concordandone previamente le modalità con la Consob. In questo senso, cfr. M. CALLEGARI, *Sub art. 102*, cit., 2438; F. CANNELLA, *Sub art. 103*, cit., 239. Tale forma di divulgazione consentirebbe, infatti, di raggiungere in tempi ragionevoli gli oblati anche se dislocati in più paesi. Tuttavia, stante la facilità di manipolazione delle informazioni immesse nella rete, tale tipo di pubblicità dovrebbe sempre accompagnarsi a modalità di divulgazione dotate di una certa «ufficialità», da riconnettersi alla loro generale considerazione in termini di idoneità a rendere conoscibili le condizioni di offerta. In punto, cfr. anche F. CHIAPPETTA, *Sub art. 103*, cit., 964; M. LAMANDINI, *Sub art. 103*, cit., 881. Escludono la possibilità del ricorso a *internet* per l'accettazione dell'offerta, R. COSTI-L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, VIII, Padova, 2004, 109.

[189] Occorre puntualizzare che tra le norme di trasparenza di cui all'art. 41 Reg. n. 11971/99, rientrano anche quelle relative alle comunicazioni al pubblico su cui si rinvia al precedente paragrafo.

[190] In questo senso, cfr. F. CANNELLA, *Sub art. 103*, cit., 246. Al fine di evitare il rischio che nel corso di un'opa possa crearsi una situazione di confusione informativa, si è prevista una specifica regolamentazione dei messaggi promozionali. L'art. 41, c. 4 Reg. n. 11971/99, stabilisce, infatti, che il messaggio deve essere innanzitutto riconoscibile come tale; le informazioni in esso contenute devono essere espresse in modo chiaro, corretto, motivato e coerente con le risultanze della documentazione già diffusa; il suo contenuto non deve indurre in errore circa le caratteristiche dell'operazione e dei titoli che ne formano oggetto.

[191] Art. 35, c. 2 Reg. n. 11971/99.

[192] La scelta della Consob di limitarsi ad indicare i principi generali di trasparenza anziché prevedere minuziosamente i comportamenti mediante regole puntuali è stata oggetto di critiche da parte della dottrina. Vi è, infatti, chi ravvisa nella relativa disciplina la fonte di un eccessivo potere discrezionale. In questo senso, cfr. F. CANNELLA, *Sub art. 103*, cit., 246.

[193] Sono tenuti alla comunicazione i «soggetti interessati» che, ai sensi dell'art. 35 c. 1, lett. b) Reg. n. 11971/99, si identificano con l'offerente, l'emittente, i soggetti ad essi legati da rapporti di controllo, le società sottoposte a comune controllo o collegate, i loro amministratori, sindaci e direttori generali, i soci dell'offerente o dell'emittente aderenti ad uno dei patti previsti dall'art. 122 Tuf.

[194] In relazione alle operazioni poste in essere dall'offerente, inoltre, la medesima informazione consente di far emergere l'eventuale lesione della parità di trattamento conseguente ad acquisti a trattativa privata a condizioni economiche più vantaggiose di quelle proposte nell'ambito del procedimento di offerta. Sulle conseguenze di tale fattispecie, si rinvia al Capitolo Secondo, §12.

[195] In quest'ultimo caso, la diffusione dei dati sulle adesioni deve avvenire tramite la società di gestione del mercato.

[196] In punto, cfr. P.A. SPITALERI, *La disciplina delle offerte pubbliche*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro, Torino, 1999, 658.