

o regolamentari e di «vietarla» nell'ipotesi in cui tale violazione sia «accertata». Si tratta di poteri interdittivi di carattere generale che si aggiungono a quelli esplicitamente previsti per alcune specifiche violazioni (ad es.: dall'art. 101 per gli annunci pubblicitari).

2.11. *Le sanzioni penali e amministrative*

Il Testo Unico ha ritenuto indispensabile potenziare la tutela degli interessi coinvolti dalle offerte al pubblico di prodotti finanziari anche attraverso la previsione di sanzioni amministrative e sanzioni penali.

Così l'art. 191 del T.U. prevede che chiunque effettua offerte al pubblico di prodotti finanziari senza averne data previa comunicazione alla Consob o pubblica un prospetto non approvato dalla Consob «è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria di importo non inferiore ad un quarto del controvalore offerto e fino ad un massimo di due volte il controvalore stesso».

E l'applicazione della predetta sanzione amministrativa pecuniaria importa la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità previsti [dal presente decreto] ... per gli esponenti aziendali dei soggetti abilitati e per i promotori finanziari nonché l'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società aventi titoli quotati nei mercati regolamentati o diffusi tra il pubblico in maniera rilevante e di società appartenenti al medesimo gruppo. La sanzione amministrativa accessoria ha durata non inferiore a due mesi e non superiore a tre anni.

La Consob inoltre pubblica «le misure e le sanzioni applicate», «salvo il caso in cui la pubblicazione possa turbare gravemente i mercati o possa arrecare un danno sproporzionato alle parti coinvolte».

Oggetto di contrastanti indirizzi di politica legislativa è stata la disciplina penale del falso in prospetto. Il D.Lgs. 11 aprile 2002, n. 61 aveva previsto infatti (art. 2623 c.c.) che «chiunque, allo scopo di conseguire per sé o per altri un ingiusto profitto, nei prospetti richiesti ai fini della sollecitazione all'investimento o dell'ammissione alla quotazione nei mercati regolamentati, ovvero nei documenti da pubblicare in occasione delle offerte pubbliche di acquisto o di scambio, con la consapevolezza della falsità e l'intenzione di ingannare i destinatari del prospetto, espone false informazioni od occulta dati o notizie in modo idoneo ad indurre in errore i suddetti destinatari è punito, se la condotta non ha loro ca-

gionato un danno patrimoniale, con l'arresto fino ad un anno.

Se la condotta di cui al 1° comma ha cagionato un danno patrimoniale ai destinatari del prospetto, la pena è della reclusione da uno a tre anni».

La linea di politica legislativa così adottata lasciava estremamente perplessi: quella norma considerava delitto il falso in prospetto soltanto nell'ipotesi in cui la condotta avesse cagionato un danno, mentre la stessa costituiva una mera contravvenzione in mancanza del danno.

La norma insomma non qualificava come delitto un comportamento lesivo dell'interesse pubblico alla trasparenza e al buon funzionamento del mercato, considerandolo tale solo quando avesse pregiudicato l'integrità patrimoniale dei singoli risparmiatori. E, d'altro canto, sarebbe stato estremamente difficile provare il nesso di causalità fra il falso ed il danno. Il che contribuiva a rendere molto improbabile la concreta applicazione della norma.

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

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

3. *Le offerte pubbliche di acquisto o di scambio*

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

Nell'ambito di questa più ampia fattispecie è necessario distinguere le

offerte pubbliche di acquisto o di scambio volontarie e quelle obbligatorie. Le prime possono avere ad oggetto qualunque tipo di prodotto finanziario, le secondo sono configurabili e previste soltanto con riferimento ai « titoli » di società italiane ammessi alla quotazione in mercati regolamentati italiani (art. 105, 1° comma, T.U.); e per « titoli » si intendono « gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti nell'assemblea ordinaria e straordinaria » (art. 101-bis, 2° comma del T.U.F.). Questa distinzione riguarda essenzialmente la presenza o l'assenza di un obbligo a lanciare l'offerta e non anche le modalità di svolgimento della stessa.

Le « disposizioni generali », dettate dagli artt. 101 bis-104-ter del T.U., si applicano, dunque, sia alle offerte di acquisto e scambio volontarie sia alle offerte di acquisto obbligatorie.

Le disposizioni generali stabilite dal Testo Unico per lo svolgimento delle offerte sono poche e per di più di principio e demandano alla Consob la concreta attuazione delle stesse: di qui l'importanza del Regolamento Emittenti con il quale la Consob ha analiticamente disciplinato le modalità di svolgimento delle offerte di acquisto e di scambio.

3.1. Comunicazione e documento di offerta

a) A norma dell'art. 102, 1° comma del T.U.F. « la decisione ovvero il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio sono senza indugio comunicati alla Consob e contestualmente resi pubblici » e a norma del 2° comma dello stesso art. 102 « l'offerente promuove l'offerta tempestivamente e comunque non oltre venti giorni dalla comunicazione di cui al comma 1, presentando alla Consob il documento d'offerta destinato alla pubblicazione ».

La norma è stata così scritta dal D.Lgs. n. 229 del 2007, di attuazione della direttiva comunitaria sull'OPA. Il dettato dell'omologa disciplina prevista dal Testo originario del T.U.F. era diverso e aveva sollevato parecchi problemi interpretativi dei quali è forse opportuno dar conto.

Questo il dettato della norma previgente: « Coloro che effettuano un'offerta pubblica di acquisto o di scambio ne danno preventiva comunicazione alla Consob, allegando un documento, destinato alla pubblicazione, contenente le informazioni necessarie per consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta » (art. 102, 1° comma, T.U.) e la Consob [entro un termine predeterminato], « può indicare agli

offerenti informazioni integrative da fornire e specifiche modalità di pubblicazione del documento d'offerta, nonché particolari garanzie da prestare. Decorso tale termine, il documento può essere pubblicato » (art. 102, 2° comma).

b) Come si può notare anche per le offerte di acquisto e scambio la legge prevedeva due documenti distinti: la « comunicazione », destinata alla Consob, dell'intenzione di lanciare l'offerta, e il « documento d'offerta » (che tiene luogo del prospetto informativo previsto le offerte al pubblico di prodotti finanziari), destinato alla pubblicazione. Da un ragionevole coordinamento fra i due atti (« comunicazione » e « pubblicazione del documento d'offerta ») sembrava possibile trarre la conclusione che la comunicazione era un atto riservato, avente come destinatario la sola Consob e non anche l'emittente ed il mercato, e che tutte le regole di comportamento (compresa la *passivity rule* disciplinata dall'art. 104, 1° comma, T.U.) dei soggetti interessati all'offerta avrebbero dovuto trovare applicazione dalla pubblicazione del documento e non dalla comunicazione alla Consob.

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

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

– la comunicazione doveva considerarsi completa e « prendere data », al fine della decorrenza del termine entro il quale la Consob poteva chiedere di inserire nel documento d'offerta ulteriori informazioni, dalla ricezione del documento d'offerta e della scheda di adesione nonché della documentazione concernente la garanzia e l'avvenuto rilascio delle necessarie autorizzazioni;

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

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

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

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

La nuova disciplina si muove su linee parzialmente diverse. Come abbiamo notato, il legislatore continua a prevedere, per l'avvio dell'offerta, due documenti: la comunicazione e il documento d'offerta, ma impone che la decisione di promuovere l'offerta sia comunicata senza indugio e contestualmente sia resa pubblica e che l'opponente promuova l'offerta, entro il termine massimo di venti giorni dalla comunicazione «presentando alla Consob il documento d'offerta destinato alla pubblicazione».

Dunque il legislatore impone la pubblicità della comunicazione ma non pretende che alla stessa sia allegato il documento d'offerta; quest'ultimo deve essere reso pubblico e comunicato alla Consob «tempestivamente e comunque entro un periodo massimo di venti giorni dalla comunicazione» e, in caso di mancato rispetto del termine, «il documento

d'offerta è dichiarato irricevibile e l'offerente non può promuovere un'ulteriore offerta avente a oggetto prodotti finanziari del medesimo emittente nei successivi dodici mesi» (art. 102, 3° comma, T.U.F.).

E, tuttavia, dalla comunicazione e non dalla presentazione del documento d'offerta che trova, ad es. applicazione la c.d. *passivity rule* (art. 104, 1° comma). La nuova disciplina sembra conseguire un giusto punto di equilibrio fra la necessità di impedire operazioni di *insider trading* e di limitare il periodo in cui la società *target* vede limitata la propria autonomia imprenditoriale.

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

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

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

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

Non è, evidentemente, possibile descrivere qui in dettaglio i contenuti dei vari schemi (previsti e tipizzati solo con riferimento agli strumenti finanziari, riservandosi la Consob di stabilire il contenuto del documento quando l'offerta abbia per oggetto prodotti finanziari diversi), basti indicarne per sommi capi i punti fondamentali così come elencati dal Regolamento Emittenti. Gli schemi prevedono l'indicazione a) delle «avvertenze» (es.: condizione di efficacia dell'offerta); b) degli elementi essenziali dell'offerta (quantitativo degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, corrispettivo e durata della stessa); c) dei soggetti partecipanti all'operazione (offerente, società emittente, intermediari); d) categorie e quantitativi degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta e modalità di adesione (con la precisazione della frazione del capitale sociale in caso di azioni o dell'ammontare complessivo del prestito obbligazionario in caso di obbligazioni); e) quantitativo minimo degli strumenti finanziari che deve essere portato in offerta affinché quest'ultima diventi irrevocabile; f) quantitativi di strumenti finanziari già posseduti dall'offerente; g) corrispettivo unitario previsto per gli strumenti finanziari e sua giustificazione (con indicazione dei criteri seguiti per la determinazione); h) date, modalità di pagamento del corrispettivo e garanzie per l'esatto adempimento; i) motivazione dell'offerta e programmi futuri dell'acquirente per la società emittente; l) informazioni sull'operazione poste in essere dagli offerenti sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta negli ultimi due anni; m) eventuali accordi fra offerenti ed azionisti o amministratori della società emittente gli strumenti finanziari (in particolare relativi all'esercizio del diritto di voto o al trasferimento delle azioni); n) i compensi ai quali hanno diritto gli intermediari; o) la precisazione che in allegato viene riprodotto il comunicato della società emittente; o se lo stesso ancora non è disponibile, la precisazione che l'emittente provvederà alla sua pubblicazione; p) la durata dell'offerta; q) le regole da applicare nel caso in cui si renda necessario un riparto fra gli aderenti che abbiano accettato l'offerta per un quantitativo superiore a quello che l'offerente ha dichiarato di voler acquistare.

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

non esiste la autolimitazione costituita dalla previsione di schemi tipici di informazione.

d) «Entro quindici giorni dalla presentazione del documento d'offerta, la Consob lo approva se esso è idoneo a consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta» (art. 102, 4° comma) e il termine suddetto è di trenta giorni per le offerte che abbiano ad oggetto prodotti finanziari non quotati o diffusi tra il pubblico ai sensi dell'art. 116 del T.U.F. Decorsi tali termini, «il documento» si considera approvato e può quindi essere pubblicato.

e) Il documento d'offerta deve essere trasmesso «senza indugio» all'emittente dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta. Lo stesso «è diffuso tramite pubblicazione integrale su organi di stampa di adeguata diffusione o tramite consegna presso intermediari e contestuale pubblicazione su organi di stampa di adeguata diffusione dell'avviso di avvenuta consegna, ovvero con altri mezzi concordati con la Consob, secondo modalità che in ogni caso assicurino la conoscibilità degli elementi essenziali dell'offerta e del documento da parte di tutti gli interessati».

f) Il D.Lgs. n. 229 del 2007, dando attuazione ad un principio dettato dalla direttiva comunitaria, ha previsto un diritto di informazione dei lavoratori in merito all'offerta stabilendo che il Consiglio di amministrazione o di gestione dell'emittente e dell'offerente debbono dare notizia della comunicazione e trasmettere il documento d'offerta reso pubblico ai «rappresentativi rappresentanti dei lavoratori o, in mancanza di rappresentanti, ai lavoratori stessi» (art. 102, 2° e 4° comma, T.U.).

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

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

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

L'offerta deve essere «rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto»: il principio di parità di trattamento degli oblati esclude, dunque, la possibilità che vengano stabilite

condizioni di offerta diverse ad es.: in relazione all'entità dei quantitativi di prodotti finanziari detenuti dagli oblati.

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

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

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

b) La durata del periodo di adesione, ossia il periodo in cui è possibile aderire all'offerta, è concordata con la società di gestione del mercato,

se oggetto della stessa sono titoli quotati, o con la Consob, se sono prodotti finanziari non quotati; tale periodo va da un minimo di venticinque ad un massimo di quaranta giorni per le offerte previste dagli artt. 106, 4° comma e 107 e dirette, come vedremo, ad evitare l'obbligo di opotalitaria, mentre va da un minimo di quindici ad un massimo di venticinque giorni per le altre offerte. L'offerente può riservarsi la facoltà di protrarre, naturalmente nel limite di legge, il periodo concordato, ma non può anche riservarsi la facoltà di ridurlo. Il legislatore ha voluto porre un limite temporale alla condizione traumatica nella quale la società emittente i titoli oggetto dell'offerta si trova, soprattutto nelle ipotesi in cui l'offerente tenda ad acquistarne il controllo. Il termine massimo può, tuttavia, essere prorogato fino a cinquantacinque giorni dalla Consob, sentiti l'offerente e la società di gestione del mercato, quando la proroga sia giustificata da «esigenze di corretto svolgimento dell'offerta e di tutela degli investitori». Ma esiste anche un termine a *quo* per la durata del periodo di adesione: lo stesso può iniziare soltanto quando siano trascorsi cinque giorni dalla pubblicazione del documento di offerta, salvo che tale documento contenga già il comunicato dell'emittente e non può avere inizio se non è stata rilasciata l'autorizzazione prevista dall'ordinamento di settore per l'acquisizione di partecipazioni (es.: come nelle banche).

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

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

Al lancio di un'offerta concorrente può far seguito anche il rilancio dell'offerente originario: nel qual caso sarà possibile revocare l'adesione

all'offerta concorrente. E la possibilità di rilancio è oggi consentita anche all'offerta concorrente, mentre tale possibilità, sulla base dell'ordinamento precedente, era stata negata dalla Consob.

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

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

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

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

3.3. Il comunicato dell'emittente

Momento importante nello svolgimento dell'offerta è il comunicato dell'emittente. A norma infatti dell'art. 103, 3° comma, T.U. «Il Consiglio di amministrazione dell'emittente diffonde un comunicato contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e la propria valutazione sulla medesima. Per le società organizzate secondo il modello dualistico il comunicato, eventualmente congiunto, è approvato dal consiglio di gestione e dal consiglio di sorveglianza».

Il comunicato, che per la sua delicatezza deve indicare «l'eventuale adozione a maggioranza, del numero e, se lo richiedono, del nome dei dissenzienti» e, secondo la Consob, anche degli astenuti, esprime la valutazione del consiglio di amministrazione sull'offerta e si conclude con un giudizio sulla convenienza per gli azionisti della accettazione della

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

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

Il legislatore, partendo dal presupposto che il consiglio di amministrazione della società *target* abbia una conoscenza privilegiata della medesima, gli addossa il compito di fornire agli azionisti un giudizio sull'offerta; giudizio della cui ragionevolezza gli amministratori risponderanno nei confronti degli azionisti medesimi.

Si è sempre ritenuto, in passato, che l'unico interesse che l'emittente deve valutare fosse quello degli azionisti. L'assunto non è più così certo.

L'art. 2 del D.Lgs. 19 novembre 2007, dando attuazione ad un'analogia disposizione della direttiva comunitaria 2004/25, ha infatti introdotto nell'art. 103 del Testo Unico della finanza un comma *3-bis* del seguente tenore: «Il comunicato contiene altresì una valutazione degli effetti che l'eventuale successo dell'offerta avrà sugli interessi dell'impresa, nonché sull'occupazione e la localizzazione dei siti produttivi. Contestualmente alla sua diffusione, il comunicato è trasmesso ai rappresentanti dei lavoratori della società o, in loro mancanza, ai lavoratori direttamente ricevuti in tempo utile, al comunicato è allegato il parere dei rappresentanti dei lavoratori quanto alle ripercussioni sull'occupazione».

La norma dà rilevanza agli «interessi dell'impresa», agli «interessi dei lavoratori» e alla incidenza dell'offerta sulla «localizzazione dei siti produttivi». E di questi interessi gli organi della società emittente debbono tener conto nella valutazione complessiva dell'offerta. Sembrano trovare accoglienza le tesi che affermano la responsabilità sociale dell'impresa. Mi sembra, tuttavia, difficile immaginare che un'offerta possa essere considerata amichevole perché attenta a questi ulteriori interessi quando non sia ritenuta conveniente per gli azionisti.

Il comunicato dell'emittente se non allegato, come è ben possibile, al documento d'offerta, deve essere pubblicato entro il primo giorno di durata dell'offerta e quest'ultima non può cominciare a decorrere se non cinque giorni dopo la pubblicazione del documento d'offerta, nell'ipotesi in cui il comunicato dell'emittente non sia allegato a tale documento. Il che dimostra, ancora una volta, la rilevanza che il legislatore attribuisce al giudizio dell'emittente.

3.4. Regole di correttezza per i «soggetti interessati»

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

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

E questi doveri incombono loro per l'intero «periodo d'offerta», ossia per il periodo intercorrente tra la data della comunicazione al mercato e la data prevista per il pagamento del corrispettivo e, quindi, sia prima sia dopo il «periodo di adesione», che abbiamo visto essere il più limitato periodo nel quale è possibile, per gli oblati, aderire all'offerta. I «sog-

getti interessati» non incontrano invece limiti alla loro attività nel periodo precedente la comunicazione, così potranno ad es.: essere effettuati acquisti prodromici al lancio dell'offerta.

Dalla data della comunicazione, e fino ad un anno dalla chiusura dell'offerta, la Consob può richiedere notizie e documenti agli emittenti, agli offerenti, ai loro controllanti, agli incaricati della raccolta delle adesioni, ai loro amministratori, sindaci, revisori e dirigenti; eseguire ispezioni presso gli offerenti, i controllanti, anche congiuntamente, degli offerenti e degli emittenti e i soggetti incaricati della raccolta delle adesioni; essa, inoltre, può spendere lo svolgimento dell'offerta nell'ipotesi in cui vi sia fondato sospetto che siano state violate le disposizioni di legge e regolamentari che disciplinano le offerte pubbliche e può «dichiararla decaduta» nell'ipotesi in cui tale violazione sia stata accertata (art. 102, 6° comma, T.U. n. 58 del 1998).

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

3.5. La passivity rule

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

Nel nostro ordinamento, per altro, queste regole riguardano soltanto l'ipotesi in cui oggetto dell'offerta siano i «titoli», ossia gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria di società italiane quotate, ossia di società con sede legale nel territorio italiano e con «titoli» ammessi alla negoziazione «in un mercato regolamentato di uno stato comunitario»; se oggetto dell'offerta sono titoli di società italiane che non hanno titoli quotati in tali mercati, la società emittente continuerà ad essere assoggettata alle norme di diritto comune. A norma del 1° comma dell'art. 104 del T.U., «salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane quotate i cui titoli sono oggetto dell'offerta si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. Le assemblee deliberano, in ogni convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano almeno il tren-

ta per cento del capitale. Resta ferma la responsabilità degli amministratori e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti».

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

Si è così concesso ai soci il potere di assumere le iniziative che ritengono più opportune per resistere alle scalate ostili, ma si è preteso che tali iniziative fossero assunte con il consenso di una frazione molto rilevante del capitale sociale, il che nelle società con azionariato molto diffuso, rende particolarmente difficile l'autorizzazione a manovre che consentano ai soci di difendersi dalle scalate ostili. E sotto questo profilo l'ordinamento italiano si differenzia da altri ordinamenti comunitari, come quello tedesco, che consentono al consiglio di amministrazione di adottare le difese ritenute più opportune per resistere ad offerte ostili.

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

Come si accennava, la necessità che le operazioni che incidono sull'assetto patrimoniale e, più in generale, sulla strategia imprenditoriale della società emittente e che possano rivelarsi oggettivamente difensive nei confronti dello scalatore, debbano essere approvate dall'assemblea dei soci con la maggioranza qualificata sopra ricordata può essere fonte

di forti pregiudizi per la società emittente. Di qui la necessità di impedire che il periodo di tale «ingessatura» si protragga eccessivamente. La Consob aveva ritenuto che questo periodo cominciasse a decorrere dal momento della comunicazione e si protrasse fino alla chiusura della durata dell'offerta, soluzione che era apparsa eccessivamente penalizzante per la società *target* quando, alla stregua della primitiva versione del Regolamento Emittenti, la comunicazione non era accompagnata dalla bozza del documento d'offerta e che pareva meno punitiva dopo che la stessa Consob aveva stabilito, che la bozza di tale documento doveva indicare il momento in cui l'offerta doveva essere lanciata.

Oggi questa soluzione è esplicitamente accolta dall'art. 104, 1° comma, T.U.F., così come modificato dal D.Lgs. n. 229 del 2007, a mente del quale «l'obbligo di astensione si applica della comunicazione di cui all'art. 102, comma 1 e fino alla chiusura dell'offerta ovvero fino a quando l'offerta stessa non decada».

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

La Consob ha avuto modo di precisare che gli atti e le operazioni in questione possono essere ricondotti a tre distinte categorie: una prima categoria ricomprende gli atti che «puntano ad incrementare il costo necessario per raggiungere il quantitativo di adesioni che l'offerente intende conseguire, come gli aumenti di capitale, la conversione delle azioni prive del diritto di voto in azioni dotate di tale diritto e oggetto dell'offerta; una seconda categoria sarebbe rappresentata dalle operazioni volte «a mutare», anche con effetto differito, le caratteristiche patrimoniali della società bersaglio, come le cessioni di beni, le operazioni di fusione e scissione; in una terza categoria rientrerebbero i «comportamenti di disturbo», volti a rendere difficile la possibilità che l'offerente raggiunga realmente l'obiettivo perseguito, come la promozione di un'offerta contraria sulle azioni dell'offerente, o l'acquisizione di imprese che rendano il successo dell'offerta incompatibile, ai fini della normativa antitrust, con l'acquisizione cui mira l'offerta o la predisposizione di «paracadute d'oro» per gli attuali amministratori.

In particolare, la Consob ha escluso che rientri nell'ambito delle operazioni che possono contrastare gli obiettivi dell'offerta, la stipulazione di un accordo con altra società che offra agli azionisti della società target

un'alternativa all'offerta della quale sono destinatari, attraverso il lancio di offerta concorrente o anche attraverso accordi di «combinazione aziendale», come la creazione di una società holding chiamata a lanciare un'offerta di scambio sulle stesse azioni oggetto dell'offerta nonché su quelle della società con la quale è destinata a realizzarsi «l'aggregazione aziendale». Il che rimarrebbe vero anche se tale accordo potrebbe dissuadere i destinatari dall'aderire all'offerta dal momento che, di per sé, la stessa non altererebbe la situazione societaria dell'emittente.

Il D.Lgs. n. 229 del 2007 ha accolto tale soluzione stabilendo (art. 104, 1° comma) che «la mera ricerca d'altre offerte non costituisce atto od operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta».

Dubbio era anche se l'autorizzazione dell'assemblea fosse necessaria anche quando l'operazione fosse già stata deliberata in sede assembleare e la sua concreta attuazione fosse stata delegata all'organo amministrativo, come ad es. l'aumento di capitale delegato ex art. 2443 c.c. al consiglio di amministrazione. In realtà l'autorizzazione pareva necessaria anche in questo caso, non essendo sufficienti ad escluderla né il fatto che l'operazione rientrasse nelle competenze del consiglio, dal momento che la stessa è necessaria anche per atti che istituzionalmente rientrano in tale competenza, né la precedente deliberazione assembleare, per la quale non era richiesta la maggioranza rafforzata prevista dall'art. 104 T.U. E questa soluzione è stata accolta dal D.Lgs. n. 229 del 2007 che ha introdotto nell'art. 104 un comma 1-bis del seguente tenore: «L'autorizzazione assembleare prevista dal comma 1 è richiesta anche per l'attuazione di ogni decisione presa prima dell'inizio del periodo indicato nel comma 1, che non sia ancora stata attuata in tutto o in parte, che non rientri nel corso normale delle attività della società e la cui attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta». È, invece da escludere la necessità dell'autorizzazione assembleare per le operazioni che la società deve compiere in forza di accordi già stipulati con terzi.

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

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

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

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

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

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

d) Nei limiti fissati dall'art. 104-ter, e che fra un attimo esamineremo, nell'assemblea chiamata ad approvare misure «difensive», trova applica-

zione la «Regola di neutralizzazione» fissata dall'art. 104-bis e secondo la quale «nel periodo di adesione all'offerta non hanno effetto ... nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previste dall'art. 104, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o dai patti parasociali».

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

3.6. La regola di neutralizzazione

La regola di neutralizzazione è stata, insieme alla disciplina della *passivity rule* e alla clausola di reciprocità, uno dei punti che nei lavori preparatori della direttiva 2004/25 hanno provocato le più vivaci discussioni. La direttiva ha previsto l'applicabilità di tale regola, ma ha consentito agli stati di non pretenderla dalle società che abbiano sede nel loro territorio.

Il legislatore italiano ha ritenuto preferibile applicare tale regola nei limiti, per altro, della clausola di reciprocità, della quale ci occuperemo nel prossimo paragrafo. Ma vediamo più da vicino l'ambito di applicazione della regola di neutralizzazione e il suo contenuto.

La regola si applica «quando è promossa un'offerta pubblica di acquisto o di scambio avente ad oggetto i titoli emessi dalle società italiane i cui titoli sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato

italiano o comunitario», ad esclusione delle società cooperative.

La regola di neutralizzazione prevede la sospensione dei vincoli al trasferimento delle azioni o al diritto di voto in coincidenza con un'offerta pubblica di acquisto o di scambio e questa «sospensione» può intervenire sia durante lo svolgimento dell'offerta sia dopo la conclusione della stessa in connessione con un esito particolarmente favorevole della medesima per l'offerente. In ogni caso si tratta di norme che intendono favorire la contenzibilità del controllo delle società quotate, eliminando alcuni ostacoli che renderebbero più difficile se non impossibile il cambio del controllo.

A norma dell'art. 104-bis, 2° comma «nel periodo di adesione all'offerta non hanno effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento di titoli previste dallo statuto né hanno effetto, nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e sulle operazioni previsti dall'art. 104, le limitazioni al diritto di voto previste dallo statuto o da patti parasociali».

Dunque, nel periodo di adesione gli azionisti potranno «aderire» all'offerta senza osservare i diritti di prelazione o di gradimento fissato dallo statuto.

La norma non sembra rendere inefficaci le limitazioni al trasferimento previste da patti parasociali, ma come vedremo il socio può recedere da un sindacato di blocco in presenza di un'offerta pubblica, almeno nei limiti fissati dall'art. 123, comma 3.

E durante lo stesso periodo non varranno, nelle assemblee di cui all'art. 104, le eventuali limitazioni previste dallo statuto (etto massimo al voto) o da patti parasociali (quando la decisione sulla direzione del diritto di voto sia rimessa alla decisione collettiva degli aderenti al sindacato di voto).

La regola di neutralizzazione trova applicazione anche dopo la conclusione dell'offerta e tende a consentire l'effettivo cambio del controllo attraverso la eliminazione di vincoli al diritto di voto la cui persistenza vanificherebbe l'esito dell'offerta. A norma, infatti, del comma 3 dell'art. 104-bis «Quando a seguito di offerta [pubblica di acquisto o di scambio], l'offerente venga a detenere almeno il settantacinque per cento del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, nella prima assemblea che segue la chiusura dell'offerta, convocata per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza non hanno effetto:

a) le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali;

b) qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza previsto nello statuto».

Si consente all'offerente vincitore di nominare nuovi amministratori nella società conquistata eliminando, nella prima assemblea successiva alla chiusura dell'offerta, le limitazioni al diritto di voto, o i diritti speciali previsti dallo statuto a favore di particolari azionisti (mentre resistono i poteri speciali riconosciuti al Ministero dell'Economia nelle società privatizzate (ENI, ENEL) dall'art. 2 della legge n. 474 del 1994 e i limiti al possesso azionario previsti dalla stessa legge (cfr. art. 104 *bis*, 7° comma).

Le limitazioni all'esercizio del diritto di voto attribuiti dallo statuto a titoli dotati di privilegi di natura patrimoniale (come ad es. le azioni di risparmio) conservano la propria efficacia anche nelle assemblee che approvano le «difese» o che provvedono alla nomina dei nuovi amministratori dopo la conclusione di un'offerta che ha visto l'offerente acquisire il 75% del capitale sociale con diritto di voto della società *target*.

La compressione degli interessi dei quali erano titolari i soci che godevano di eventuali diritti di prelazione nel trasferimento delle azioni o che vedevano il proprio potere rafforzato dai limiti al diritto di voto non resta senza riconoscimento da parte del legislatore, anche se cede all'interesse generale alla contendibilità del controllo delle imprese.

Se il patto parasociale o la clausola statutaria che tutela tali interessi furono stipulati prima della comunicazione della decisione di lanciare un'offerta pubblica d'acquisto o di scambio, e purché l'offerta abbia avuto esito positivo, l'offerente deve a tali soggetti un «equo indennizzo per eventuale pregiudizio patrimoniale subito (art. 104, 5° comma)». L'entità dell'indennizzo, se non determinata convenzionalmente dalle parti, «è fissata dal giudice in via equitativa avendo riguardo, tra l'altro, al raffronto tra la media dei prezzi di mercato del titolo nei dodici mesi antecedenti la prima diffusione della notizia dell'offerta e l'andamento dei prezzi successivamente all'esito positivo dell'offerta (art. 104, 5° comma)».

3.7. La clausola di reciprocità

Abbiamo, nei paragrafi precedenti, constatato che il legislatore, per favorire la contendibilità, impone che le misure difensive contro un'oposile siano riservate all'assemblea dei soci, per di più con *quorum* particolarmente elevati (art. 104) e che rendano meno facile la loro adozione,

mentre in altri paesi le misure difensive possono essere messe in campo dagli amministratori e comunque da assemblee le cui deliberazioni possono essere assunte con *quorum* meno penalizzanti.

D'altro canto, anche le regole di neutralizzazione (art. 104-*bis*) non sono accolte in tutti gli ordinamenti comunitari o comunque non lo sono con pari ampiezza. Il legislatore italiano si preoccupa che le società italiane quotate, che hanno applicato con rigore la *passivity rule* e la regola di neutralizzazione, si trovino in una posizione di inferiorità istituzionale nei confronti di società il cui ordinamento non applica o applica in misura meno severa quelle due regole e consente l'adozione del principio di reciprocità.

L'art. 104-*ter*, inserito nel T.U.F. dal D.Lgs. n. 229 del 2007 stabilisce infatti che «le disposizioni di cui agli articoli 104 [difese] e 104-*bis*, commi 2 e 3 [neutralizzazione], non si applicano in caso di offerta pubblica promossa da chi non sia soggetto a tali disposizione ovvero a disposizioni equivalenti, ovvero da una società o ente da questi controllate» e che «nel caso in cui all'offerente si applichino disposizioni analoghe a quelle previste dall'art. 104, commi 1 e 1-*ter* [la *passivity rule*]» ma «anche con riguardo ad uno solo tra essi [ossia fra gli offerenti] la relativa assemblea sia costituita o deliberi secondo regole meno rigorose di quelle stabilite dall'art. 104, comma 1, le assemblee ivi previste sono costituite e deliberano con le maggioranze di cui agli articoli 2368 e 2369 del codice civile, secondo l'oggetto della delibera» (ossia secondo le norme di diritto comune). L'utilizzazione del principio di reciprocità non ha, tuttavia, una fonte legislativa diretta, nel senso che lo stesso opera soltanto se la società è stata autorizzata a profittarne da una deliberazione dell'assemblea straordinaria assunta nei diciotto mesi precedenti la comunicazione della decisione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio.

La norma porrà notevoli problemi applicativi per quanto concerne l'equivalenza fra gli ordinamenti; il relativo giudizio è rimesso alla Consob che, su istanza dell'offerente o dell'emittente, deve determinare «se le disposizioni applicabili [all'offerente] siano equivalenti a quelli cui è soggetta la società emittente».

4. Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie

Il legislatore (art. 105, 1° comma del T.U.F.) prevede ipotesi di offerte pubbliche obbligatorie soltanto con riferimento «alle società italiane con titoli [ossia strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti nell'assemblea ordinaria o straordinaria] ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani» e, quindi, il relativo obbligo non sussiste né per le società italiane quotate soltanto in un mercato regolamentato non italiano né per le società straniere, anche se quotate in un mercato regolamentato italiano. E da quest'ultima constatazione si può trarre argomento per dubitare che le norme sull'offerta pubblica obbligatoria siano norme che disciplinano esclusivamente il mercato (piuttosto che la struttura societaria), dal momento che le norme di mercato dovrebbero applicarsi indipendentemente dalla «cittadinanza» dell'operatore.

L'obbligo concerne esclusivamente le «partecipazioni» che superino determinate soglie. Importante ovviamente, in questo ambito, la definizione di partecipazione. Tale nozione faceva riferimento alle azioni ordinarie (e noi utilizzeremo ancora anche questa nozione nel prosieguo), ma la definizione è stata rimodellata dal D.Lgs. n. 37 del 2004 per adattarla al nuovo diritto societario e, in particolare, per tener conto della possibilità che le società abbiano adottato un modello dualistico per la propria gestione (nell'ambito del quale gli amministratori sono nominati dal consiglio di sorveglianza) e del fatto che l'autonomia statutaria può modellare il diritto di voto in modo da attribuire a certi soggetti rilevanti poteri anche nell'ipotesi in cui non concorrono alla nomina degli amministratori.

Così il 2° comma dell'art. 105, modificato, stabilisce che ai fini delle norme sulle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie «per partecipazione si intende una quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, dei titoli emessi da una società di cui al comma 1 che attribuiscono diritto di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca o responsabilità degli amministratori o del consiglio di sorveglianza». Stabilisce altresì che «la Consob può con regolamento includere nella partecipazione categorie di titoli che attribuiscono diritti di voto su uno o più argomenti diversi tenuto conto della natura e del tipo di influenza sulla gestione della società che può avere il loro esercizio anche congiunto».

Non rientrano, dunque, fra i titoli il cui acquisto può determinare l'obbligo di opa né le azioni di risparmio né quelle privilegiate prive del

diritto di voto sulle materie sopra ricordate né le obbligazioni convertibili, sia pure in azioni di quel tipo, né le obbligazioni *cum warrant*, mentre vi rientrano le azioni che, pur godendo di un privilegio patrimoniale, attribuiscono il diritto di voto nelle predette materie.

Nel computo della partecipazione si tien conto anche dei titoli detenuti per il tramite di fiduciari e per interposta persona, ma non anche di quelli detenuti da società controllate (ma v. art. 109).

Il Testo Unico prevedeva due fattispecie di offerte pubbliche di acquisto obbligatorie: a) l'offerta pubblica di acquisto totalitaria (art. 106) e b) l'offerta pubblica di acquisto residuale (art. 108), non potendosi considerare tali né l'offerta pubblica di acquisto preventiva (art. 107), che configura un'ipotesi di offerta pubblica volontaria capace di esonerare dall'offerta totalitaria, né, tanto meno, il diritto di acquisto disciplinato dall'art. 111 T.U. che prevede, anzi, un diritto del soggetto ad acquistare titoli e non un obbligo a farlo. Il D.Lgs. n. 229 del 2007 ha sostanzialmente eliminato l'offerta pubblica residuale, pur continuando a prevedere l'obbligo di acquisto del titolare di partecipazioni «quasi totalitarie».

4.1. L'offerta pubblica di acquisto totalitaria

a) A norma dell'art. 106, 1° comma del T.U. «chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione» [come sopra definita] «superiore alla soglia del trenta per cento [dei titoli dotati dei diritti sopra ricordati, inclusi i titoli propri] promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso», entro venti giorni dal superamento della soglia (art. 106, 2° comma del T.U.).

Il legislatore ha così imposto l'obbligo di offerta non a chi acquisisce il controllo della società, ma a chi supera una predeterminata soglia, nel probabile convincimento che la soglia prevista sia anche quella che coincide con la partecipazione di controllo (tant'è che il superamento della soglia non comporta l'obbligo di offerta totalitaria se esista un altro soggetto che detiene il controllo: art. 106, 5° comma) e, quanto meno, per rendere certo il limite il cui superamento impone il predetto obbligo, accettando per altro il rischio che le partecipazioni di controllo si collochino al di sotto di quella soglia e che il controllo, pertanto, cambi senza alcun obbligo d'offerta pubblica.

Non facile è l'individuazione delle ragioni che hanno spinto il legislatore

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

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

b) Per rendere meno gravoso l'onere della scalata il Testo Unico ha previsto, come vedremo, un'ipotesi di opa preventiva che presenti particolari caratteristiche, ma anche con riferimento all'offerta totalitaria obbligatoria aveva, nella sua stesura del 1998, stabilito che il prezzo d'offerta non dovesse essere quello corrisposto per superare la soglia del trenta per cento ma un prezzo medio, che tenesse conto anche della quotazione degli ultimi dodici mesi, calcolati, almeno secondo il pensiero della Consob, a ritroso dalla «prima comunicazione» della intenzione di lanciare l'offerta totalitaria. Scelta che trovava la propria giustificazione, da un lato, nella consapevolezza che il prezzo pagato per il raggiungimento della soglia è normalmente più alto di quello medio precedente e, dall'altro, nella opportunità di non consentire al socio «uscente» di pro-

ffittare degli aumenti di prezzo determinati dagli acquisti effettuati dal nuovo «padrone» che egli non gradisce.

Il D.Lgs. n. 229 del 2007, dando attuazione ad una regola fissata dalla direttiva comunitaria, ha profondamente modificato i criteri di determinazione del prezzo al quale deve essere lanciata l'offerta pubblica totalitaria stabilendo (art. 106, 2° comma) che «per ciascuna categoria di titoli l'offerta è promossa ... a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione [dell'obbligo di offerta] per acquisti di titoli della medesima categoria» e qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo indicato, l'offerta è promossa per tale categoria di titoli ad un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile».

È stato così vanificato l'intento del T.U. di rendere meno oneroso il ricambio del controllo anche attraverso la mitigazione del prezzo al quale deve essere lanciata l'OPA totalitaria.

Il legislatore consente, tuttavia, che in alcune ipotesi il prezzo al quale deve essere lanciata l'OPA totalitaria possa essere sia inferiore sia superiore a quello più elevato pagato dall'offerente rimettendo la relativa determinazione ad un «provvedimento motivato della Consob». Più esattamente, la Consob può stabilire che l'offerta avvenga ad un prezzo inferiore a quello più alto pagato quando «i prezzi di mercato siano stati influenzati da eventi eccezionali o vi sia fondato sospetto che siano stati oggetto di manipolazione» oppure quando il prezzo più elevato sia stato quello di mercato negli ultimi dodici mesi.

La Consob può invece imporre un prezzo superiore a quello più alto pagato «purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori e ricorra una delle seguenti circostanze:

- 1) l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo abbiano pattuito l'acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria;
- 2) vi sia stata collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori;
- 3) l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo abbiano posto in essere operazioni volte ad eludere l'obbligo di offerta pubblica di acquisto;
- 4) vi sia il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione».

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

Il D.Lgs. n. 229 del 2007, recependo l'indicazione della direttiva 2004/25, ha ampliato la possibilità di prevedere che il corrispettivo possa essere rappresentato in tutto o in parte da titoli. Più esattamente ha stabilito che «il corrispettivo dell'offerta può essere costituito in tutto o in parte da titoli. Nel caso in cui i titoli offerti quale corrispettivo dell'offerta non siano ammessi alla negoziazione su di un mercato regolamentato in uno Stato comunitario ovvero l'offerente o le persone che agiscono di concerto con questi, abbia acquistato verso un corrispettivo in denaro, nel periodo di cui al comma 2 e fino alla chiusura dell'offerta, titoli che conferiscono almeno il cinque per cento dei diritti di voto esercitati nell'assemblea della società i cui titoli sono oggetto di offerta, l'offerente deve proporre ai destinatari dell'offerta, almeno in alternativa al corrispettivo in titoli, un corrispettivo in contanti».

Il legislatore consente, dunque, che il corrispettivo sia in tutto o in parte rappresentato da titoli; il che consente una maggiore libertà di manovra a colui che è obbligato a lanciare un'opera totalitaria ma pone alcuni limiti a tale possibilità: deve essere assicurata una sostanziale parità di trattamento tra coloro che hanno venduto i titoli al di fuori dell'opera e coloro ai quali viene offerta la possibilità di aderire all'opera e quando si tratta di titoli non facilmente liquidabili deve essere offerto, in alternativa allo scambio di titoli, un corrispettivo in contanti.

c) Il superamento della soglia deve avvenire per effetto di «acquisti a titolo oneroso»: non rilevano, quindi, gli acquisti a titolo gratuito (si veda art. 106, 5° comma, T.U.F.). Incertezze potevano sorgere sulla rilevanza dall'«acquisizione» di azioni a titolo di pegno o di usufrutto; soprattutto nell'ambito di un ordinamento, come quello originariamente

accolto dal Testo Unico, che non faceva riferimento esplicito alle azioni con diritto di voto ma alle azioni ordinarie. La recente modificazione della norma e l'esplicita rilevanza attribuita al diritto di voto, coerentemente con l'esenzione dall'obbligo di offerta per le azioni prive di tale diritto, impongono di ritenere che, al fine di stabilire se la soglia sia stata superata, sia decisiva proprio la titolarità del diritto di voto e, quindi, che si dovrà tener conto della nuda proprietà o del diritto reale limitato a seconda della attribuzione del diritto di voto. Non sembra invece che allo stesso fine possa considerarsi rilevante il diritto ad acquistare (*call*) le azioni, essendo invece decisivo l'effettivo esercizio di tale diritto; soltanto l'effettivo esercizio integra, infatti, l'acquisto oneroso che il legislatore richiede come presupposto dell'obbligo di lanciare l'offerta pubblica.

Non comporta invece l'obbligo di opa il mero apporto ad un sindacato di voto o di blocco di azioni già detenute, anche quando il loro ammontare superi la soglia del trenta per cento del capitale con diritto di voto, non sussistendo in tal caso alcun acquisto di azioni (come invece sussiste nell'ipotesi di acquisto di concerto v. *infra*, 4.1.1).

Abbiamo constatato che l'obbligo di opa totalitaria nasce solo quando la partecipazione in una società italiana quotata superi la soglia del 30 per cento dei titoli che hanno diritto di voto nelle assemblee riguardanti la nomina e la revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza e che gli stessi titoli soltanto concorrono a determinare l'entità della partecipazione.

Il legislatore prevede che la società emittente abbia emesso strumenti finanziari che, pur non rientrando nella nozione di «titoli» e quindi nella individuazione della partecipazione, attribuiscono tuttavia un certo potere sulla nomina e la revoca degli amministratori. In tale ipotesi infatti «la Consob tenuto conto delle caratteristiche degli strumenti finanziari emessi, può stabilire con regolamento le ipotesi in cui l'obbligo di offerta consegue ad acquisti che determinino la detenzione congiunta di titoli e di altri strumenti finanziari con diritto di voto [sulla nomina e la revoca degli amministratori] in misura tale da attribuire un potere complessivo di voto equivalente a quello di chi detenga una partecipazione superiore al trenta per cento dei titoli (art. 106, comma 3-bis).

4.1.1. L'acquisto indiretto

L'obbligo di lanciare l'offerta pubblica sorge non solo nell'ipotesi in cui la soglia sia superata attraverso l'acquisizione diretta della parteci-

pazione, per tale intendendosi ai sensi dell'art. 105, 2° comma, T.U. anche quella detenuta «per il tramite di fiduciari o per interposta persona», ma anche quando il superamento avvenga attraverso «l'acquisizione indiretta», ossia «mediante l'acquisto di partecipazioni in società in cui il patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altra società italiana con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani», secondo il dettato dell'art. 106, 3° comma, lett. a), la cui concreta determinazione è stata rimessa dallo stesso legislatore al Regolamento Consob.

E quest'ultima (art. 45, 1° comma del Regolamento Emittenti) ha anzitutto stabilito, nel vigore della disposizione originaria del T.U.F. sul punto non modificata dal D.Lgs. n. 229 del 2007 se non nella sua formulazione letterale, che «l'acquisto, anche di concerto, di una partecipazione che consente di detenere più del trenta per cento dei titoli con diritto di voto di una società quotata o il controllo di una società non quotata determina l'obbligo dell'offerta quando l'acquirente venga così a detenere, indirettamente o per effetto della somma di partecipazioni dirette o indirette più del trenta per cento dei titoli con diritto di voto di una società quotata»; precisando che a) si è in presenza di una partecipazione indiretta nella società quotata partecipata «quando il patrimonio della società di cui si detengono le azioni è costituito in prevalenza da partecipazioni in società quotate o in società che detengono in misura prevalente partecipazioni in società quotate» e che b) tale prevalenza sussiste quando ricorra almeno una delle seguenti condizioni: 1) il valore contabile delle partecipazioni rappresenta più di un terzo dell'attivo patrimoniale ed è superiore ad ogni altra immobilizzazione iscritta nel bilancio della società partecipante; 2) il valore attribuito alle partecipazioni rappresenta più di un terzo del predetto attivo e costituisce la componente principale del prezzo di acquisto delle azioni della società partecipante.

Nell'ipotesi, dunque, in cui un soggetto acquisisca il controllo di una società non quotata il cui patrimonio sia in prevalenza costituito dalla partecipazione in una società quotata, si dovrà ritenere che lo stesso ha acquisito in tale società quotata una «partecipazione indiretta» che corre con quelle acquisite direttamente, per interposta persona o tramite fiduciari, a determinare la partecipazione complessivamente detenuta nella società quotata e a far sorgere l'obbligo di offerta pubblica quando la stessa superi il trenta per cento dei titoli con diritto di voto nelle deliberazioni della medesima società quotata aventi per oggetto la nomina, la revoca e la responsabilità degli amministratori.

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

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

4.1.2. L'acquisto di concerto

L'obbligo di lanciare l'offerta incombe ovviamente su colui che, «a seguito di acquisti a titolo oneroso» abbia superato la soglia legislativamente prevista; ma può ben succedere che vi sia una pluralità di soggetti che operano «di concerto», sicché nessuno di essi appare aver formalmente superato la soglia predetta. Il legislatore (art. 109, T.U. n. 58 del 1998) prende in considerazione questa ipotesi, stabilendo una presunzione assoluta di concerto e impone un obbligo solidale di offerta quando nell'insieme, ed anche «a seguito di acquisti a titolo oneroso effettuati anche da uno solo di essi», superino la predetta soglia: a) gli aderenti ad un patto parasociale, ancorché nullo ad es. perché non reso pubblico in conformità con quanto previsto dall'art. 122 T.U.; b) un soggetto, il suo controllante e le società da esso controllate; c) le società sottoposte a comune controllo; d) una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza o direttori generali nonché i

soggetti che cooperano fra loro al fine di ottenere il controllo della società emittente (cfr. art. 101-bis, 4° comma, T.U.).

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

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

Così, ad esempio non si può esonerare dall'obbligo di offerta il trasferimento integrale della partecipazione complessivamente detenuta dagli aderenti a nuovi soci, succeduti ai precedenti, non potendosi escludere la presenza di un acquisto di concerto per il solo fatto che il numero dei titoli sindacati non viene modificato. In altri termini, la presenza di un sindacato non può diventare il mezzo attraverso il quale eludere la norma sul concerto. E in questa prospettiva almeno su un punto il legislatore ha cercato di contrastare possibili manovre elusive: quando ha stabilito che l'obbligo di offerta sussiste « anche quando gli acquisti siano stati effettuati nei dodici mesi precedenti la stipulazione del patto ovvero contestualmente alla stessa ».

4.2. L'acquisto incrementale

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

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

4.3. Le esenzioni dall'obbligo di offerta totalitaria

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

a) Questo obbligo non sussiste se la partecipazione è stata acquistata « a seguito di un'offerta pubblica di acquisto (volontaria) diretta a conseguire la totalità » di tali azioni; offerta che può assumere anche il contenuto dell'offerta pubblica di scambio purché gli strumenti finanziari offerti siano « quotati in mercati regolamentati dell'Unione Europea » (art. 47, 2° comma, Regolamento Emittenti) o sia offerto, come alternativa, un corrispettivo in

contanti se vengono offerti titoli diversi dai primi (art. 106, 4° comma, T.U.F.). In tal caso, infatti, è stata già data a tutti i soci la possibilità di «uscire» dalla società aderendo all'offerta preventiva e, quindi, non si giustifica la necessità di assicurare loro una seconda possibilità di farlo. Il legislatore richiede, tuttavia, per l'ipotesi di offerta di scambio, che i titoli offerti siano quotati in un mercato regolamentato europeo, individuando in tale quotazione i necessari elementi di certezza del valore e di liquidabilità dell'investimento che fanno dei titoli un «surrugato» accettabile del danaro.

b) Ancora quell'obbligo non sussiste se la partecipazione superiore alla soglia è stata acquisita attraverso un'offerta pubblica di acquisto o di scambio (che può prevedere come corrispettivi anche strumenti finanziari non quotati) preventiva non totalitaria, purché tale offerta preventiva parziale presenti alcune caratteristiche che consentano di considerarla estesa ad un numero sufficientemente alto di azioni e sia accettata dalla maggioranza degli azionisti, che ritengono, pertanto, conveniente conservare una parte delle loro azioni nella società anche dopo il cambiamento del controllo o comunque dopo l'ingresso dell'offerente (cfr. art. 107 del T.U.F.). Si tratta, dunque, di un'offerta preventiva parziale volontaria che può mitigare l'onere, per lo «scalatore», rappresentato dall'obbligo di offerta pubblica successiva totalitaria.

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

1. l'offerente e i soggetti a esso legati da uno dei rapporti che fanno presumere il concerto non abbiano acquisito partecipazioni in misura superiore all'uno per cento, anche mediante contratti a termine con scadenza successiva, nei dodici mesi precedenti la comunicazione alla Consob dell'offerta o durante l'offerta;

2. l'efficacia dell'offerta sia stata condizionata all'approvazione di tanti possessori di titoli che possedano la maggioranza dei titoli stessi, escluse dal computo le partecipazioni detenute dall'offerente, dal socio di maggioranza, anche relativa, se la sua partecipazione sia superiore al dieci per cento, e dai soggetti a essi legati da uno dei rapporti di concerto;

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

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

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

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

L'offerente può, tuttavia, perdere l'esonero dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto successiva sulla totalità dei titoli se, dopo aver lanciato un'offerta preventiva parziale nel rispetto delle condizioni sopra indicate e aver così acquisito una partecipazione superiore al trenta per cento dei titoli della società quotata, lo stesso offerente o uno dei soggetti a lui legati da un rapporto di concerto abbiano effettuato, entro dodici mesi dalla chiusura dell'opa preventiva, «acquisti di partecipazioni in misura superiore all'uno per cento dei titoli», oppure, nello stesso arco di tempo, «la società emittente abbia deliberato operazioni di fusione o scissione» (art. 107, 3° comma, T.U.).

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

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

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

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

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

c) la partecipazione è acquisita a seguito di trasferimento fra società in cui lo stesso o gli stessi soggetti dispongono, anche congiuntamente e indirettamente tramite società controllata ai sensi dell'art. 2359, 1° comma, n. 1, c.c., della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria o è acquisita a seguito di trasferimento tra una società e tali soggetti, dal momento che le operazioni intragruppo fra soggetti legati da un rapporto di controllo, per di più di diritto, non alterano la condizione dei soci di minoranza;

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

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

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

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

4.4. L'obbligo di acquisto

Nell'ipotesi in cui un soggetto abbia acquistato una frazione talmente alta dei titoli (ossia degli strumenti finanziari che diano diritto di voto nella nomina e nella revoca degli amministratori o dei componenti il consiglio di sorveglianza) di società italiane quotate in mercati regolamentati italiani da pregiudicare il flottante dei titoli quotati, lo stesso ha il dovere di acquistare i titoli residui.

Questo dovere si atteggia diversamente a seconda della percentuale raggiunta.

Più esattamente l'art. 108, 1° comma stabilisce che se «l'offerente ... a seguito di un'offerta pubblica totalitaria ... [viene] a detenere una parte-

cipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli» lo stesso «ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta, mentre il 2° comma dello stesso art. 108 prevede che «chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento del capitale rappresentato da titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato [anche se acquistato al di fuori di un'offerta pubblica totalitaria], ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato da chi ne faccia richiesta se non ripristina entro novanta giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni».

Come si può notare, nella prima ipotesi non esiste alternativa all'obbligo di acquisto, mentre nella seconda ipotesi il detentore della partecipazione ricompresa fra il novanta ed il novantacinque per cento può liberarsi da tale obbligo se ricrea un flottante sufficiente. Il prezzo è quello dell'offerta pubblica totalitaria precedente e in mancanza è determinato dalla Consob «tenendo conto anche del prezzo di mercato dell'ultimo semestre».

4.5. Il diritto di acquisto

Il Testo Unico ha introdotto anche un obbligo di vendere per coloro che si trovano a detenere una partecipazione «infima» in una società quotata, offrendo così, a chi detiene la quasi totalità del capitale, la possibilità di «ritirare» le azioni dalla negoziazione, cessando di sopportare i costi connessi con la quotazione. La norma tende ad evitare che vengano conservate partecipazioni al solo scopo di promuovere azioni di disturbo non giustificate da ragioni connesse alla correttezza della gestione e, quindi, in conflitto con l'interesse della società e, ancor prima, che continuino ad essere quotate società le cui azioni sono oggetto di negoziazioni anomale e come tali pregiudizievoli del corretto funzionamento del mercato stesso. Tale possibilità è, tuttavia, circondata da particolari cautele relative ai presupposti in presenza dei quali l'obbligo di vendere sorge.

A norma infatti dell'art. 111, 1° comma, T.U.F., «l'offerente che venga a detenere a seguito di offerta pubblica totalitaria una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli ha diritto di acquistare i titoli residui entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto».

L'offerta totalitaria può essere sia volontaria sia obbligatoria e può

determinare la nascita del diritto di acquisto solo se il relativo documento d'offerta conteneva il relativo «avvertimento». Il prezzo, quasi fosse una forma di indennizzo, secondo il dettato originario del T.U.F., doveva essere fissato da un esperto nominato dal Presidente del Tribunale del luogo ove ha sede la società, tenuto conto anche del prezzo dell'offerta e del prezzo di mercato dell'ultimo semestre (art. 111, T.U. n. 58 del 1998). Questo criterio è stato cancellato dal D.Lgs. n. 229 del 2007 che ha reso applicabili al diritto di acquisto le stesse norme fissate per determinare il corrispettivo nelle ipotesi di obbligo di acquisto (art. 111, 2° comma). «Il trasferimento delle azioni ha efficacia», chiarisce l'art. 111, 3° comma, T.U., «dal momento della comunicazione dell'avvenuto deposito del prezzo di acquisto presso una banca alla società emittente, che provvede alle conseguenti annotazioni sul libro soci». L'efficacia della compravendita è, dunque, sospensivamente condizionata al deposito del prezzo, pur perfezionandosi nel momento, che potrà essere anche quello del deposito del prezzo, ma che potrebbe essere anche anteriore, in cui si esercita il diritto di acquisto, preannunciato nel documento d'offerta.

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

La violazione sia dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica totalitaria successiva sia dell'obbligo di acquisto delle partecipazioni «infime», comporta l'applicazione di sanzioni civili, amministrative e penali.

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

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

b) Ma la sospensione del diritto di voto non è l'unica «sanzione civile» prevista. Il Testo Unico ha stabilito che i «titoli eccedenti le percentuali indicate negli artt. 106 e 108 devono essere alienati entro dodici mesi» e, quindi, l'obbligo di alienazione concerne la partecipazione che supera il trenta per cento dei titoli o i titoli eccedenti l'incremento della predetta partecipazione superiore al limite del tre per cento annuo per la violazione dell'obbligo di offerta totalitaria o i titoli eccedenti il limite del novanta o del novantacinque per cento in caso di violazione delle norme sull'obbligo d'acquisto. E la tempistica alienazione della partecipazione eccedente fa venir meno la sospensione del diritto di voto per la partecipazione conservata.

c) Il mancato adempimento dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto attribuisce, a mio avviso, ai soggetti che avrebbero potuto aderire all'offerta, anche il diritto al risarcimento dei danni che dal mancato lancio gli stessi hanno subito; danni che dovranno individuarsi nella differenza positiva fra il prezzo al quale l'offerta avrebbe dovuto essere lanciata e la quotazione del momento in cui si è verificato l'illecto (ossia il 21° giorno successivo al momento in cui l'obbligo di offerta era sorto): tesi questa non condivisa da una parte della dottrina e della giurisprudenza. Gli oblati non potranno invece imporre al mancato offerente l'acquisto coattivo delle loro azioni, ai sensi dell'art. 2932 c.c.

d) Sulla base del dettato originario del T.U., si riteneva pacificamente che, scaduto il termine di venti giorni per il lancio dell'offerta totalitaria, non fosse possibile la promozione di un'offerta pubblica totalitaria «tardiva». Il D.Lgs. n. 229 del 2007 ha contemplato tale ipotesi rimettendola alla decisione della Consob limitatamente all'obbligo di alienazione della partecipazione eccedente.

A norma, infatti, dell'art. 110, comma 1-bis del Testo Unico «la Consob, in alternativa all'alienazione di cui al comma 1, con provvedimento motivato, avuto riguardo tra l'altro alle ragioni del mancato adempimento, agli effetti che conseguirebbero all'alienazione e alle modifiche intervenute nella compagine azionaria, può imporre la promozione dell'offerta totalitaria al prezzo da essa stabilito, anche tenendo conto del prezzo di mercato dei titoli».

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

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

5. La responsabilità da prospetto

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

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

Sembra, dunque, naturale concludere che i sottoscrittori del prospetto assumono nei confronti dei risparmiatori l'obbligo di fornire i dati e le no-