

III Convegno annuale dell'Associazione Orizzonti di Diritto Commerciale

La protezione dei soggetti deboli tra equità ed efficienza del mercato

Antonio Capizzi(*)

“Operazioni straordinarie e tutela degli investitori, il caso della pressure to tender”.

Sommario. 1. *Piano della ricerca.* - 2. *Le offerte “coercitive” nell’esperienza giuridica statunitense, il caso delle offerte finalizzate al delisting* - 2.1. *Le offerte pubbliche seguite da “short-form mergers”.* - 2.2. *Le offerte pubbliche direttamente finalizzate al delisting della società target.* - 3. *I caratteri distintivi della pressure to tender e le ragioni per una disciplina correttiva.* - 3.1. *Il pregiudizio in termini di deprezzamento dei titoli temuto dagli investitori marginali in caso di successo di un’OPA promossa dall’azionista di controllo.* - 4. *I presupposti soggettivi di applicazione dei nuovi artt. 39-bis e 40-bis RE. La definizione di soggetto insider.* - 4.1. *L’esclusione delle offerte “esterne”.* - 4.2. *Possibili arbitraggi normativi con riferimento alle disposizioni in materia di operazioni con parti correlate.* - 5. *La disciplina dettata dalla CONSOB, profili generali.* - 6. *L’art. 39-bis, il parere degli amministratori indipendenti “sull’offerta e sulla congruità del corrispettivo”. Il rapporto con il comunicato dell’emittente.* - 6.1. *Panorama comparatistico.* - 7. *L’art. 40-bis del RE tra “second round requirement” e “voting requirement”.* - 7.1. *Panorama comparatistico.* - 7.2. *La previsione di “indici di successo” dell’offerta a prescindere dall’apposizione di “condizioni di successo” da parte dell’offerente.* - 7.3. *Le interferenze con l’obbligo di acquisto ex art. 108 T.U.F.. L’art. 50 RE e le ipotesi in cui il prezzo del sell-out deve essere pari a quello dell’offerta precedente.* - 7.4. *Le interferenze con la disciplina dettata all’art. 2505-bis c.c. per la fusione “semplificata”.* - 7.5. *L’art. 49 RE e l’esonero dall’OPA obbligatoria in caso di operazioni di fusione e scissione. Il white-wash assembleare.* - 7.6. *L’art. 107 T.U.F. ed il voting requirement in caso di OPA preventive parziali.* - 8. *Conclusioni. Le ragioni di una preferenza per il voting requirement.* - 9. *Appendice normativa.*

1. *Piano della ricerca.* - La presente ricerca si focalizzerà sull’evoluzione della legislazione, oltre che degli orientamenti delle autorità di vigilanza e controllo, della dottrina e della giurisprudenza, sul tema della protezione degli investitori dai pregiudizi derivanti da operazioni straordinarie. Come caso paradigmatico verrà considerato il fenomeno della c.d. *pressure to tender* (coazione a vendere) che si verifica quando gli oblati di un’OPA, pur non reputando appetibile o congruo il prezzo offerto, vi aderiscono nel timore delle conseguenze negative in termini di deprezzamento dei titoli posseduti nel caso di successo dell’offerta medesima⁽¹⁾. La *pressure to tender* assume rilievo per il c.d. azionista marginale, ossia l’oblato che ritiene la propria adesione non determinante per il successo dell’offerta e

(*) Dottorando in Diritto dell’Economia e dell’Impresa presso la Facoltà di Giurisprudenza dell’Università “La Sapienza” di Roma. E-mail antonio.capizzi@uniroma1.it.

(1) Varrà da subito osservare, anche a causa delle frequenti distorsioni informative in cui incorrono gli investitori marginali nel predisporre le proprie valutazioni, la particolare problematicità del concetto di “valore atteso dei titoli” successivamente all’offerta. Sul punto v. *infra* il § 3.1.

che deve fronteggiare dei “costi di azione collettiva” connessi all’impossibilità di coordinare il proprio comportamento con quello degli altri oblati se non ad un prezzo ritenuto eccessivo rispetto ai benefici attesi. La scelta di aderire, quindi, dipende non solo dal giudizio soggettivo degli oblati sulla convenienza economica dell’offerta, ma anche e soprattutto da rilevanti problemi di coordinamento.

La CONSOB, allo scopo di approntare adeguati strumenti correttivi a tale problematica, ha posto in consultazione una modifica al Regolamento Emittenti (RE) con i due documenti di consultazione del 6 ottobre 2010 e del 18 febbraio 2011, poi sfociata nella delibera n. 17731 del 2011. E’ stato così introdotto un nuovo art. 40-bis del RE, in forza del quale, nel caso di offerte promosse da *insiders*, si applica un regime di riapertura dei termini (c.d. *second round requirement*) concorrente con un’ipotesi alternativa e volontaria di separazione tra adesione e approvazione dell’offerta, che rende solo quest’ultima rilevante ai fini dell’efficacia dell’OPA (c.d. *voting requirement*). Inoltre, per attenuare i problemi derivanti dalle asimmetrie informative, molto frequenti proprio nelle offerte promosse da *insiders*, un nuovo art. 39-bis del RE prevede che, prima dell’approvazione del comunicato da parte dell’emittente, gli amministratori indipendenti dello stesso che non siano parti correlate dell’offerente debbano redigere un “*parere motivato contenente le valutazioni sull’offerta e sulla congruità del corrispettivo*”.

Il dibattito sul fenomeno della *pressure to tender* è esemplificativo di un conflitto tra opposti interessi latenti in molteplici tipologie di operazioni straordinarie. E’ infatti frequente nella pratica che da operazioni formalmente lecite o addirittura autoritativamente imposte derivi un pregiudizio, diretto o indiretto, di natura patrimoniale o “organizzativa”, ai portatori dei più svariati titoli di finanziamento della società emittente. L’esigenza di mantenere gli investitori quanto più possibile indenni da tali tipologie di pregiudizi comporta una delicata operazione di bilanciamento con l’opposta - ma altrettanto meritevole - istanza di salvaguardia della libertà decisionale della Società emittente. Da ciò la necessità di individuare il punto di equilibrio più coerente con i principi generali dell’ordinamento in tema di tutela del diritto di proprietà e di libertà d’impresa.

Quest’opera di bilanciamento può essere affrontata nella proposta ottica di un *trade off* tra equità ed efficienza. La prima, rappresentata dalla suddetta esigenza di assicurare un ristoro agli investitori spogliati del valore del proprio investimento, spoliato che costituisce un vero e proprio “fallimento del mercato”; la seconda, interpretata nel senso di prediligere la soluzione che permette una più razionale distribuzione del rischio connesso a tali eventi, tale da non comprimere oltremodo la libertà decisionale dell’emittente e quindi, in definitiva, la stessa fluidità del mercato del controllo societario.

Nondimeno, l’apparente schematicità di tale alternativa è complicata dalle reciproche interferenze tra livello di tutela accordato agli investitori e dinamicità del mercato del controllo societario; se da un lato, infatti, un eventuale diminuzione di tale dinamicità, se connessa ad un sensibile incremento delle tutele, può essere ritenuta politicamente accettabile, dall’altro lato la medesima diminuzione, nel momento in cui rende più difficile lo smobilizzo degli investimenti, può in alcune ipotesi causare un opposto, se non maggiore, danno agli stessi investitori che si intendeva tutelare. Nondimeno, a questa obiezione, che ripone molta fiducia nella c.d. “teoria dei mercati dei capitali efficienti”, sono stati forniti tre ordini di convincenti risposte: in primo luogo, è ben possibile che un’azionista di maggioranza imponga decisioni dannose per la stessa società proprio al fine di poter poi estromettere le minoranze ad un prezzo “scontato” e così recuperare l’investimento effettuato in

“*dumping*”⁽²⁾; in secondo luogo, se si dovesse consentire al socio di controllo di poter procedere ad un *delisting* pagando le partecipazioni di minoranza meno del loro valore intrinseco, ciò comporterebbe una grave perdita di efficienza, perché estrometterebbe dal mercato – e ad unico vantaggio di un soggetto – un attore che invece, qualora fosse valutato oggettivamente, dovrebbe rimanervi⁽³⁾; in terzo luogo, se fossero possibili *freeze-outs* compiuti ad un prezzo inferiore rispetto al valore intrinseco della società, il mercato potrebbe interpretare una loro non attuazione da parte dell’azionista di controllo, magari dovuta a ben altre ragioni, come corretta valutazione, o addirittura sopravvalutazione, dei titoli e ciò determinerebbe una pressione al ribasso che, se non interrotta dallo stesso azionista di controllo mediante un “segnale” opposto – un’OPA finalizzata al *delisting*, appunto –, potrebbe teoricamente portare il valore del titolo a zero⁽⁴⁾.

E’ quindi importante chiarire come la tutela degli investitori residuali in occasione di operazioni realizzate da gruppi di controllo non soddisfa esclusivamente il pur meritevole obiettivo di assicurare una protezione ai “soggetti deboli” che agiscono nel mercato finanziario, ma dispiega anche benefici effetti sull’intero sistema. Un ordinamento che renda prevedibili le conseguenze dell’investimento anche per i soggetti non in grado di influire sulle scelte concernenti la vita societaria non fa altro che incrementare la fiducia nel mercato e quindi la sua attrattività, così riducendo sia i “rischi di espropriazione” che, conseguentemente, lo stesso costo del capitale per gli emittenti⁽⁵⁾.

In definitiva, i possibili fallimenti del mercato e le lacune della c.d. teoria dei mercati dei capitali efficienti, inducono a ritenere opportuna una regolamentazione volta a correggere la distorsione conseguente alle inevitabili asimmetrie posizionali ed informative soggetto offerente – a maggior ragione se si tratta di un *insider* – e minoranze oblate, in modo tale da assicurare una situazione che è stata pregnantemente definita di “*undistorted choice*”⁶.

L’obiettivo finale, anche se necessariamente provvisorio, di questa appena iniziata “via di ricerca” è quello di trarre dalle singole “isole” di specifica regolamentazione normativa delle conclusioni di ordine più generale. Non è revocabile in dubbio che gli ordinamenti contemporanei tendono sempre più ad allargare la libertà di manovra dell’impresa, temperandola poi con svariati ed eterogenei strumenti correttivi volti a salvaguardare la posizione degli investitori e a rendere le operazioni straordinarie il più possibile “neutre” nei loro confronti. Da tale constatazione discende l’urgenza, nell’interpretazione dei singoli presidi normativi episodicamente previsti, spesso sull’onda dell’emergenza o dello “scandalo” del momento, di tener sempre presente la reciproca influenza tra diritto della società e diritto del mercato finanziario. Com’è infatti stato condivisibilmente osservato, anche “se non v’è dubbio che la disciplina dei valori mobiliari tocchi soltanto indirettamente la società, in quanto soggetto che fa appello al pubblico risparmio sui mercati regolamentati, le regole proprie di tale mercato ben potrebbero influenzarne sia l’organizzazione ed il funzionamento, sia la gestione imprenditoriale, vietando, dilazionando o sottoponendo a

(2) Cfr. SUBRAMANIAN, *Fixing Freezeouts*, in *Yale Law Journal*, 2005, 34.

(3) Cfr. SUBRAMANIAN, *Fixing Freezeouts*, (nt. 2), 35.

(4) Cfr. SUBRAMANIAN, *Fixing Freezeouts*, (nt. 2), 36. Si tratta del c.d. “*lemons effect*”, su cui, per un primo approfondimento, v. POMELLI, *Delisting di società quotata tra interesse dell’azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, 456.

(5) Un investitore razionale, ove stimasse come concreto il rischio di essere danneggiato nel corso di tali operazioni, potrebbe essere indotto a domandare uno sconto sul valore dei titoli o ad astenersi dall’investimento, aumentando così il costo del capitale per le imprese.

(6) Cfr. BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice and equal treatment in corporate takeovers*, in *Harvard Law Rev.*, 1985, 1702.

condizioni operazioni che - in una visione astratta ed "atomistica" - sarebbero altrimenti perfettamente lecite per il diritto societario"⁽⁷⁾.

Si avverte allora con urgenza l'esigenza di analizzare nello specifico tali tecniche di tutela, per poi inserirle in un quadro sistematico quanto più coerente possibile. Ad oggi, infatti, la riflessione sul punto - anche a causa della rapida evoluzione della materia - si è concentrata quasi esclusivamente sui singoli rimedi a disposizione dell'investitore. È stato così tralasciato il punto - invece meritevole della massima attenzione - se sia possibile individuare tendenze più generali, principi, in grado di guidare l'interprete nel governo delle mutevoli esigenze di un settore che sempre più, specie a seguito della recente e ancora attuale crisi finanziaria, pone pressanti domande di giustizia.

L'attenzione si concentrerà in primo luogo sulla categoria di origine statunitense delle offerte *actionably coercive* (c.d. offerte "coercitive") che, per le loro caratteristiche e per il contesto in cui si inseriscono, sono in grado di originare una coazione a vendere; in quest'ambito si fornirà anche una esemplificazione delle possibili spoliazioni conseguenti a dette offerte. Successivamente, si intende fornire una più accurata descrizione sia delle caratteristiche proprie della *pressure to tender* che delle ragioni che, con riferimento all'ordinamento italiano, ne inducono a ritenere opportuna una regolamentazione. Solo in conclusione si passerà ad esaminare la disciplina introdotta dalla CONSOB, foriera di molteplici spunti di riflessione sia per le soluzioni adottate che, più in generale, per i problemi di coordinamento che essa pone con altre specifiche soluzioni adottate nel nostro ordinamento a tutela degli investitori di minoranza.

2. Le offerte "coercitive" nell'esperienza giuridica statunitense, il caso delle offerte finalizzate al delisting - Molti dei correttivi al problema della coazione a vendere sono stati elaborati nell'ambito dell'esperienza giuridica nordamericana. Appare quindi opportuno fornire un primo rapido quadro del dibattito generatosi sui correttivi alla *pressure to tender* via via elaborati nell'ambito del mercato finanziario statunitense, che si ritiene possa essere d'aiuto nel comprendere le appena introdotte novità regolamentari.

La categoria delle offerte coercitive (*actionably coercive tender offers*) è stata coniata dalla giurisprudenza del Delaware con riferimento alle ipotesi in cui l'oblato è indotto ad accettare un'offerta di acquisto per ragioni indipendenti rispetto alla convenienza economica della stessa ma in base al timore che, successivamente al successo dell'offerta, l'offerente possa porre in essere operazioni tali da influenzare in maniera sostanziale (*material*) la decisione di aderire o meno⁽⁸⁾. Questo fenomeno, ad esempio, si verifica quando successi-

(7) Cfr. MONTANARI, *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 899. Nello stesso senso cfr. GUIZZI, *Mercato finanziario*, in *Enc. dir.*, Aggiornamento, V, Milano, 2001, 757; TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002, 1063.

(8) La casistica di tali comportamenti *materially coercive* è virtualmente infinita, a titolo puramente esemplificativo essi potrebbero consistere nella minaccia di modificare le politiche gestionali in modo tale da modificare le caratteristiche dell'investimento nella società, o di modificare la politica di distribuzione degli utili. Sul punto cfr. WELCH-TUREZYN, *Folk on the Delaware General Corporation Law*, Aspen Publishers, 2008, § 203.5.2.2.; *Eisenberg v. Chicago Milwaukee Corp.*, 537 A.2d 1051 (Del. Ch. 1987), in cui l'espressa intenzione dell'offerente di attuare il *delisting* della società aveva indotto il portatore ad accettare l'offerta; *In Re Marriot Hotel Props. II Ltd. P'ship Unitholders Litig.*, C.A. No. 14961 (Del. Ch. 1996): "structural coercion refers to the treat that after a successful tender offer, a non tendering individual will face some unfavourable consequence that she could have avoided by tendering her interests"; *Ivanohe Partners v. Neumont Mining Corp.*, Del Ch., 533 A.2d 585, 605, aff'd Del. Supr., 535, A.2d 1334 (1987), che indica il caso in cui gli investitori "were wrongfully induced by some act of the defendants to sell their shares for reasons unrelated to the eco-

vamente all'offerta l'acquirente è intenzionato a incorporare la società acquisita per poi magari procedere alla revoca dalle quotazioni della stessa. Il *delisting*, infatti, consente al socio di controllo di approfittare di ribassi borsistici per acquistare a prezzi scontati titoli di società che, in base alle informazioni privilegiate in suo possesso, sa essere destinate a riacquisire valore⁽⁹⁾. In questi casi, proprio in ragione del potenziale coercitivo di tali offerte, alcune decisioni hanno stabilito che gli investitori oblati hanno un diritto azionabile a non veder diminuito il valore del proprio investimento⁽¹⁰⁾.

2.1. Le offerte pubbliche seguite da "short-form mergers". - Nella prassi societaria americana per ottenere il *delisting* di una società controllata si fa usualmente ricorso a due strumenti. In primo luogo sono frequenti le operazioni, concordate tra i consigli di amministrazione della società *parent* e della società *subsidiary*, consistenti in una fusione per incorporazione preceduta da un'offerta pubblica di acquisto diretta a raggiungere la soglia del 90% del capitale di quest'ultima e così utilizzare lo strumento della "*short-form merger*"⁽¹¹⁾, che non necessita dell'approvazione né da parte dell'assemblea né da parte del consiglio di amministrazione della società controllata (c.d. "*two-step negotiated merger freeze-out*"). Ciò origina un tipico caso di conflitto di interessi del soggetto offerente, che contemporaneamente è "acquirente" ed elettore della maggioranza del consiglio di amministrazione della società *target* e quindi può unilateralmente, attraverso il controllo esercitato sui consigli di amministrazione, decidere i termini della transazione. In questi casi la giurisprudenza impone lo scrutinio dell'offerta secondo il rigoroso test della c.d. *entire fairness*⁽¹²⁾, ovvero facendo gravare sull'azionista di controllo dell'incorporante l'obbligo, principalmente derivante da doveri fiduciari, di esercitare il proprio potere in modo da non ledere gli interessi della totalità degli azionisti⁽¹³⁾, e ciò anche corrispondendo un prezzo definito "equo"⁽¹⁴⁾. Affinché però tale giudizio di natura "sostanziale" possa essere positivamente superato non è sufficiente che il prezzo dell'offerta sia frutto di una trattativa tra offerente ed oblati, ma è necessario che tale confronto sia svolto "*at arm's length*", in una situazione di parità di potere contrattuale, il che può realizzarsi esclusivamente a seguito di un'informazione

conomic merits of the sale" e individua come coercitiva "a tender offer structured so as to afford shareholders no practical Choice but to tender for an unfair price", o che offra "a fair price, but structured and timed so as to effectively deprive stockholders of the ability to choose a competing offer - also at a fair price - that the shareholders might have found preferable"; *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, Del Supr., 493 A.2d, 946, 956 (1985): "a two tier tender offer in which the buyer plans to freeze-out non-tendering stockholders, giving them subordinated securities in the back end, is coercive".

⁽⁹⁾ Cfr., sul tema, GILSON, GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, in *University of Pennsylvania L. Rev.*, 2003, 787.

⁽¹⁰⁾ Cfr. *Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d 969 (Del. 1977), anche se si tratta di una dottrina non pacifica, v. sul punto EASTERBROOK-FISCHEL, *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, Cambridge-London, 1996, 136 e nt. 22.

⁽¹¹⁾ L'istituto è previsto dal § 253 del DGCL (*Delaware General Corporation Law*).

⁽¹²⁾ Cfr. *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 713 (Del. 1983), 710, citata in POMELLI, (nt. 4), nt. 48: "There is no «safe harbor» for such divided loyalties in Delaware. When directors of a Delaware corporation are on both sides of a transaction, they are required to demonstrate their utmost good faith and the most scrupulous inherent fairness of the bargain".

⁽¹³⁾ In tal senso cfr. *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971), sempre citata in POMELLI, (nt. 4), nt. 50.

⁽¹⁴⁾ Cfr. *In Re Emerging Comm. Inc. Shareholders Litigation*, 2004 Del. Ch. LEXIS 70, 35 s. (Del. Ch. 2004). In linea più generale cfr. *Weinberger v. UOP*, (nt. 12), in cui viene operata una distinzione tra due standard, entrambi riconducibili a quello più generale della *entire fairness*: da una parte il *fair dealing*, ossia la correttezza procedurale della transazione; dall'altra parte il *fair price*, ossia la correttezza sostanziale della stessa.

piena ed esaustiva della parte più debole; invece, qualora tale “parità delle armi” non sia implementata l’offerente ha l’onere di dimostrare la concreta congruità, in base alle circostanze del caso, del prezzo offerto⁽¹⁵⁾. In queste ipotesi, oltre al rispetto del rigoroso test della *entire fairness*, ed analogamente a quanto attualmente previsto dal Regolamento CONSOB in materia di operazioni con parti correlate⁽¹⁶⁾, la giurisprudenza statunitense ha elaborato due ulteriori requisiti che il soggetto offerente deve alternativamente soddisfare per superare il *test* sulla correttezza del procedimento di offerta⁽¹⁷⁾: l’operazione infatti deve essere approvata o da un comitato di amministratori indipendenti o dalla maggioranza degli azionisti di minoranza⁽¹⁸⁾ e, nel caso in cui si opti per la prima delle due ipotesi, il comitato deve ricevere espresso mandato dal consiglio di amministrazione della società *target* a negoziare tutti i termini della transazione per ottenere le migliori condizioni possibili⁽¹⁹⁾. Va però chiarito che, in ragione dell’intrinseca coercitività delle offerte promosse da un soggetto *insider*, la giurisprudenza del Delaware non ritiene che l’adozione di misure come l’approvazione da parte degli amministratori indipendenti⁽²⁰⁾ o di una maggioranza della minoranza⁽²¹⁾ degli azionisti possa alleggerire lo *standard* della *entire fairness*, limitandosi a comportare un’inversione dell’onere della prova tra offerente ed oblati relativamente alla correttezza dell’operazione⁽²²⁾.

⁽¹⁵⁾ La giurisprudenza del Delaware, infatti, alle transazioni tra azionista di controllo e società controllata applica con particolare severità la disciplina del “*safe harbour statute*” previsto al § 144 del DGCL, in base al quale le operazioni in conflitto di interesse tra amministratori e società non è annullabile qualora i termini della stessa siano stati adeguatamente pubblicizzati e approvati da una maggioranza di azionisti o amministratori disinteressati, o a condizione che i termini sostanziali della stessa siano comunque equi per la società, ed in tale ultimo caso l’onere della prova spetta agli amministratori convenuti. La “presunzione di congruità” conseguente all’approvazione da parte di una maggioranza di azionisti o amministratori disinteressati è comunque solo relativa, dato che all’attore è sempre data la possibilità di provare l’iniquità in concreto dell’operazione, sul punto v. POMELLI, (nt. 4), nt. 53; ALLEN, KRAAKMAN, SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*², Aspen Law & Business, New York, 2007, 317.

⁽¹⁶⁾ Cfr. “Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate” (adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010), scaricabile dal sito www.consob.it.

⁽¹⁷⁾ Cfr. POMELLI, (nt. 4), 439.

⁽¹⁸⁾ Cfr. in linea generale, *Kahn v. Lynch Communication System, Inc.*, 638 A.2d 1110, 1117 (Del 1994); con più specifico riferimento ad una *two step merger* cfr. *Harley v. Peapod, Inc.*, 19025, 2002 WL 31957458, 2 (Del Ch. 2002).

⁽¹⁹⁾ Cfr. però POMELLI, (nt 7), 440, che da conto di come, ad una primo approccio regolatorio (codificato nella regola di quotazione “NASDAQ Rule 4350 (h)”) che imponeva in ogni caso l’approvazione di operazioni con parti correlate da parte degli amministratori indipendenti, nel 2007 si è passati ad un più blando obbligo di consultazione non vincolante.

⁽²⁰⁾ E ciò è spiegato da POMELLI, (nt. 4), nt. 62, facendo ricorso ad una metafora utilizzata da un noto giudice della *Court of Chancery* (cfr. *In Re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation*, 808 A.2d 421, 436 (Del CH. 2002) per descrivere la figura dell’azionista di controllo: un gorilla da ottocento libbre il cui irrefrenabile appetito per il resto delle banane è verosimile spaventi primati meno forti, vale a dire gli amministratori presuntivamente indipendenti, che possono essere stati selezionati proprio dal primo e che quindi gli devono la permanenza in consiglio di amministrazione.

⁽²¹⁾ Sugli ostacoli che in queste occasioni si possono frapporre ad un corretto e libero formarsi della volontà degli azionisti di minoranza v. BRUDNEY-CHIRELSTEIN, *Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers*, in *Harvard L. Rev.*, 1974, 300, che, tra gli altri, individuano il controllo del *management* sul procedimento di *proxy-voting*, i problemi di apatia razionale ed azione collettiva degli azionisti marginali, nonché l’impossibilità di ottenere un miglioramento delle condizioni proposte, riducendosi il tutto ad un’alternativa secca tra accettazione e rigetto dell’offerta.

⁽²²⁾ Cfr. *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.*, (nt. 18); *Rosenblatt v. Getty Oil*, 493 A.2d 929 (Del. 1985).

2.2. Le offerte pubbliche direttamente finalizzate al delisting della società target. - Il secondo strumento a disposizione della società *parent* che voglia procedere al *delisting* della controllata consiste nel lancio, non previamente concordato con il consiglio di amministrazione della controllata, di un'offerta pubblica di acquisto direttamente agli azionisti della società *subsidiary* (c.d. *tender offer-freeze out*) e condizionata al raggiungimento della soglia del 90% del capitale della stessa, necessaria a effettuare la fusione per incorporazione semplificata. Si tratta, tra l'altro, di un metodo perfettamente sovrapponibile a quanto dettato dal T.U.F. italiano e spesso utilizzato, dato che, *mutatis mutandis*, la soglia da raggiungere è quella (in realtà maggiore) del 95% che permette, qualora una volontà in tal senso sia stata manifestata nel documento di offerta, di esercitare il diritto di *squeeze out*, o di acquisto coattivo, previsto all'art. 111 del Testo Unico. Nel caso invece in cui venga raggiunto solamente il 90% dei titoli della società *target* per l'offerente, sempre che non provveda a ripristinare entro novanta giorni un flottante adeguato, scatta l'obbligo di acquisto all'art. 108² T.U.F., il cui verificarsi però determina ugualmente, ai sensi dell'art. 2.5.1.⁸ del Regolamento di Borsa Italiana, la revoca dalle quotazioni dei titoli oggetto di offerta.

Con riferimento all'ordinamento italiano, la prima e fondamentale differenza tra quest'ultima ipotesi e quella in cui il *delisting* sia realizzato mediante una fusione per incorporazione è rinvenibile nell'impossibilità per i soci dissenzienti di avvalersi del diritto di recesso. In questo caso, infatti, manca una deliberazione che ne legittimi l'esercizio, dato che la revoca dalle quotazioni è il frutto di una decisione, quella di non ripristinare il flottante, presa da un soggetto terzo rispetto alla società. Come però verrà chiarito in seguito⁽²³⁾, il discorso si complica qualora si consideri la disposizione dettata all'art. 2505-*bis* c.c., che, nel dettare un procedimento "semplificato" per l'ipotesi in cui la controllante possieda almeno il 90% delle azioni o quote della controllate (ossia la medesima percentuale individuata dall'art. 108² T.U.F. come presupposto per l'obbligo di acquisto), stabilisce che la relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio di cui all'art. 2501-*sexies* c.c. può essere sostituita dalla concessione ai soci di minoranza dell'incorporata del "diritto di far acquistare le loro azioni o quote della società incorporante per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso" (enfasi aggiunta).

Nel caso in cui il *delisting* sia raggiunto esclusivamente a seguito di un'operazione "di mercato", forse anche maggiormente rispetto a quello di un'OPA seguita da fusione, emerge allora un chiaro conflitto tra le opposte esigenze di efficienza e dinamicità del mercato del controllo societario, che potrebbe essere depresso da misure regolamentari che limitino eccessivamente la libertà di manovra dei gruppi di controllo, ed urgenza di proteggere quegli azionisti marginali che, in ragione di asimmetrie informative e posizionali, non sono in grado di tutelare autonomamente la propria posizione, né possono contare sul proprio consiglio di amministrazione. In questi casi, infatti, la società *target* ed i suoi organi sembrerebbero a prima vista meri spettatori di un'operazione di mercato che vede coinvolti solo un soggetto terzo offerente, l'azionista di maggioranza, ed i singoli ri⁽²⁴⁾.

Malgrado ciò, sulla base di queste premesse, le Corti del Delaware, a partire dal 2001⁽²⁵⁾, hanno ritenuto legittime offerte di acquisto dirette al *delisting* senza sottoporle -

⁽²³⁾ V. *infra* il § 7.4.

⁽²⁴⁾ Sul punto v. POMELLI, (nt. 4), 471.

⁽²⁵⁾ Il *leading case* di quest'orientamento è individuato in *In re Siliconix Inc., Shareholders Litigation*, 2001 Del. Ch. LEXIS 83, 65 (Del. Ch. 2001); *cfr.* anche *In re Aquila Inc., Shareholders Litigation*, 805 A.2d 184, 190 (Del. Ch. 2002); *Solomon v. Pathe Communications Corp.*, 672 A.2d 35, 39 (Del., 1996).

come invece accade per le offerte seguite da fusione negoziata - al test della *entire fairness* sotto il profilo della congruità del prezzo offerto, richiedendo solo che agli investitori fosse stata fornita un'informazione completa e trasparente, in modo tale da metterli nelle condizioni di decidere consapevolmente se aderire o meno all'offerta⁽²⁶⁾; la libertà degli oblati di respingere l'offerta e la capacità del meccanismo di mercato di generare di per sé scelte efficienti costituivano, secondo questa tesi, una protezione sufficiente⁽²⁷⁾.

Da studi compiuti su operazioni di *freeze-out* avvenute successivamente all'adozione di una tale impostazione è emerso però che i rendimenti ottenuti dalle minoranze in caso di *delisting* successivo ad offerte non negoziate sono stati significativamente inferiori rispetto a quelli ottenuti a seguito di operazioni negoziate⁽²⁸⁾. Le cause di questa differenza di trattamento, che genera evidenti arbitraggi normativi, sono state individuate in primo luogo nei problemi di azione collettiva degli investitori, sicuramente meno in grado, rispetto ad un comitato di amministratori indipendenti dotato di poteri di veto, di apprezzare e semmai rigettare un'offerta iniqua; in secondo luogo si è notato come un offerente, se consapevole del rischio di veder scrutinata la propria offerta secondo il test della *entire fairness*, in un sistema giuridico dalla risposta rapida e prevedibile, è razionalmente indotto a rispettarlo *ex ante*⁽²⁹⁾.

Proprio sulla base delle appena esposte considerazioni si è allora cominciato a mettere in dubbio la razionalità di una discriminazione tra fusioni e offerte pubbliche entrambe finalizzate alla revoca dalle quotazioni della società incorporata/*target*, trattandosi di operazione che, pur formalmente e tipologicamente distinte, perseguono un medesimo fine e presentano le medesime esigenze di tutela⁽³⁰⁾. La *Court of Chancery* del Delaware ha così arricchito la propria precedente impostazione, per cui un giudizio sulla equità e non coercitività di un'offerta doveva arrestarsi di fronte ad un'informazione esaustiva sulle condizioni della stessa fornita dal soggetto offerente⁽³¹⁾, richiedendo che siano posti in essere altri due ordini di correttivi, alcuni dei quali sono già da tempo previsti nel nostro ordinamento, mentre altri sono in parte analoghi a quelli recentemente adottati dal Reg. 11731.

In primo luogo, deve essere istituito un comitato speciale di amministratori indipendenti dotato del potere, a spese della società, di incaricare consulenti di propria fiducia per ottenere una valutazione indipendente sul merito dell'offerta da rendere pubblica in apposito comunicato⁽³²⁾. In secondo luogo, l'offerta deve essere irrevocabilmente subordinata all'approvazione da parte di una maggioranza di azionisti disinteressati (c.d. *voting requi-*

⁽²⁶⁾ La giurisprudenza richiede che il documento di offerta e il comunicato degli amministratori della società *target* diano conto di "all material facts" pertinenti alla decisione degli oblati. Un'informazione è *material* quando è possibile ritenere che ci sia una "substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable stockholder as having significantly altered the «total mix» of information made available" (cfr. *Loudon v. Archer-Daniels-Midland Co.*, 700 A.2d 135, 143 (Del. 1997)). Nel contesto di un'offerta pubblica di acquisto, è *material* l'informazione che "a reasonable investor would consider important in tendering his stock" (cfr. *Zirn v. VLI Corp.*, 621 A.2d 773, 779 (Del. 1993)).

⁽²⁷⁾ Cfr. *In Re Life Technologies, Inc., Shareholders litigation*, ("Life Technologies"), Del. Ch., C.A. No. 16513, Lamb, V.C. (Nov. 24, 1998), 4; *In re Marriott Hotel Properties II Limited Partnership Unitholders Litig.*, Del. Ch., Consol. C.A. No. 14961, 39-42, Lamb, V.C. (Jan. 24, 2000).

⁽²⁸⁾ Cfr. SUBRAMANIAN, *Post-Siliconix Freeze-Outs: Theory and Evidence*, in *Journal of Legal Stud.*, 2007, 13, Table 1, che ha rilevato come il rendimento è inferiore del 20% nel breve termine e del 30% sul lungo periodo.

⁽²⁹⁾ Cfr. SUBRAMANIAN, *Post Siliconix*, (nt. 28), 6.

⁽³⁰⁾ Cfr. GILSON-GORDON, (nt. 9), 824.

⁽³¹⁾ Che deve assumere i caratteri della *materiality* così come descritta *supra* alla nt. 25.

⁽³²⁾ Cfr. *In Re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation*, (nt. 20), 449 ss.

rement)⁽³³⁾ e l'offerente deve impegnarsi, in caso di raggiungimento di una quota superiore al 90%, a promuovere una *short-form merger* al medesimo prezzo della precedente offerta pubblica, analogamente a quanto accade nel nostro ordinamento in forza dell'obbligo di acquisto di cui all'art. 108², T.U.F.. Il tema del rapporto tra disciplina dell'obbligo di acquisto e misure volte a ridurre la *pressure to tender* sarà trattato *infra*⁽³⁴⁾, per ora basti osservare che, com'è stato osservato, la disciplina relativa all'obbligo di acquisto costituisce un rimedio che tutela, anche se bisogna vedere quanto efficacemente, gli azionisti di minoranza da un'indebita pressione coercitiva⁽³⁵⁾.

Nonostante tale ultimo sviluppo, il sistema che risulta dai recenti orientamenti giurisprudenziali statunitensi comporta il permanere di una criticabile differenza tra la disciplina delle *merger-freeze-out* e delle *tender offer-freeze-out*, rilevata da più parti sia in dottrina⁽³⁶⁾, che in giurisprudenza⁽³⁷⁾, che infine da parte della stampa specializzata⁽³⁸⁾. In primo luogo, il ruolo degli amministratori indipendenti della società *target* è molto più ampio nel caso di fusione, essendo chiamati a negoziare autonomamente ogni termine della transazione, mentre in caso di offerta pubblica il loro coinvolgimento è più di carattere informativo. Inoltre, si è detto come nel caso di un'operazione di fusione il rispetto dei correttivi suggeriti dalla giurisprudenza comporti per l'offerente esclusivamente un'inversione dell'onere della prova, così che spetta agli azionisti-attori dimostrare la *unfairness* dell'offerta. Nel caso di un'offerta pubblica, invece, il rispetto del *voting requirement* e l'impegno ad acquistare i titoli residuali comportano un ben più significativo alleggerimento dello standard di giudizio, degradato dalla *entire fairness* alla ben più permissiva *business judgement rule*.

3. I caratteri distintivi della *pressure to tender* e le ragioni per una disciplina correttiva.

- Come già accennato, qualora si verifichi una coazione a vendere, la scelta di aderire o meno all'offerta da parte degli azionisti non dipende soltanto da un giudizio soggettivo di convenienza economica, ma anche e soprattutto dai problemi di azione collettiva originati dalla posizione "marginale" di ciascuno degli oblati rispetto al successo dell'operazione nel suo complesso. Questo problema di coordinamento dipende dal fatto che al momento della decisione di aderire ognuno degli investitori possiede informazioni imperfette e frammentate sulle preferenze di prezzo degli altri oblati, non essendo così in grado di stabilire se il proprio ordine di preferenze sia maggioritario e se sia quindi destinato a prevalere. Tutto ciò senza contare che se ogni azionista fosse in grado di conoscere con precisio-

⁽³³⁾ Cfr. *In Re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation*, (nt. 20), 445.

⁽³⁴⁾ V. *infra* i §§ 7.3-7.6.

⁽³⁵⁾ Cfr. POMELLI, (nt. 4), 480.

⁽³⁶⁾ Cfr., ARONSTAM-BALOTTI-REHBOCK, *Delaware's Going-Private Dilemma: Fostering Protections for Minority Shareholders in the Wake of Siliconix and Unocal Exploration*, in *Bus. Law.*, 2003, 519; GILSON-GORDON, (nt. 9), 827 ss.; PRITCHARD, *Tender Offers by Controlling Shareholders: The Specter of Coercion and Fair Price*, in *Berkeley Bus. Law Journ.*, 2004, 83; STEVELMAN, *A Fair Price and a Fair Deal: On the Future of "Entire Fairness" in Freezeouts*, in *New York Law School Legal Studies, Research Paper Series 9/10 #3*, disponibile su www.ssrn.com; SUBRAMANIAN, *Fixing Freezeouts* (nt. 2), 55 ss..

⁽³⁷⁾ Cfr. *In Re Cox Communications, Inc., Shareholders Litigation*, 879 A.2d 604 (Del. Ch. 2005).

⁽³⁸⁾ Cfr. ROBIN SIDEL, *Takeover Targets Force Up Offers in 'Minority Squeeze-Out' Deals*, in *Wall St. Journ.* del 10 maggio 2002: "A couple of major court decisions handed down last year . . . essentially permit those big holders to buy the minority investors out on the cheap".

ne le preferenze degli altri, sarebbe probabilmente indotto ad “adattare” la propria in modo da massimizzare i benefici attesi⁽³⁹⁾.

Inoltre, tale distorsione nel processo di formazione della volontà degli oblati può comportare che un cambio di controllo al vertice della società *target* avvenuto, appunto, a seguito di un’adesione “coatta”, non comporti alcun incremento, o addirittura causi un decremento nell’efficiente utilizzazione dei suoi *assets*, con conseguente diminuzione del benessere sociale⁽⁴⁰⁾. A ciò bisogna poi aggiungere che spesso è proprio l’esistenza di tale distorsione a costituire il più forte argomento in favore della liceità di tattiche difensive poste in essere dagli amministratori della società *target*⁽⁴¹⁾. Qualora fosse invece possibile individuare efficienti correttivi alla *pressure to tender*, le tattiche difensive troverebbero una giustificazione in meno alla loro esistenza, tanto da poter considerare più serenamente una loro proibizione con conseguente aumento di benessere sia per gli azionisti della società *target* che, a ben vedere, per l’intero sistema.

Si è detto che i problemi di azione collettiva presenti in caso di offerte pubbliche originano dalla scarsità di informazioni a disposizione degli oblati; più in particolare, tale incertezza si manifesta con evidenza per quanto riguarda i due parametri con cui gli investitori confrontano il corrispettivo dell’offerta per valutarne la congruità: il valore tendenziale – ossia il valore futuro, le speranze di guadagno - della società (in assenza o in caso di fallimento dell’offerta) da un lato e il prezzo atteso dei propri titoli a seguito invece del successo dell’offerta dall’altro. Ebbene, gli investitori “marginali” si trovano nell’oggettiva impossibilità di compiere tale duplice ordine di valutazioni con un margine di approssimazione accettabile, sia per la scarsa o nulla conoscenza delle variabili rilevanti⁽⁴²⁾, che per la condizione di razionalità limitata in cui si trovano, che, infine, per l’impossibilità di sostenere gli elevati costi che una tale opera di ricerca comporterebbe.

Infine, come si vedrà più avanti⁽⁴³⁾, nell’ambito delle offerte coercitive assume particolare rilievo anche un problema di *free riding*. Il piccolo azionista che si aspetta un aumento del valore della società a seguito dell’esito positivo di un’OPA potrebbe essere incentivato a non aderire a quest’ultima per poi così poter godere dell’aumento del valore della società sotto forma sia di aumento di valore della partecipazione che di maggiori dividendi⁽⁴⁴⁾. L’adozione diffusa di tale comportamento può portare al caso-limite di fallimento di OPA ritenute vantaggiose dalla maggioranza degli oblati. Bisogna allora tener conto di come il *free riding* sia inversamente correlato rispetto alla *pressure to tender* e di come sia perfettamente possibile, anzi probabile, che un intervento regolatorio diretto ad eliminare uno favorisca l’altro.

⁽³⁹⁾ Cfr. BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice*, (nt. 6), 1719. Per un approccio ancor più orientato alla teoria dei giochi v. BEBCHUK, *A model of the outcome of takeover bids (Discussion Paper No. i . Program in Law and Economics, Harvard Law School)*, 1985.

⁽⁴⁰⁾ Cfr. BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice*, (nt. 6), 1702.

⁽⁴¹⁾ Cfr., in generale, MONTALENTI, *Mercato del controllo e contendibilità: il ragionevole declino della passivity rule*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*. Studi in onore di Giuseppe Zanarone, diretto da P. Benazzo, M. Cera e S. Patriarca, UTET, Torino, 2011; S. CAPPIELLO, *Le difese*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. Stella Richter jr., Giappichelli, Torino, 2011, 118; DAVIES-HOPT, *Control Transactions*, in AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2009, 225.

⁽⁴²⁾ Che, ad esempio, possono essere individuate nella contendibilità futura della società *target* e nella prospettiva di ricevere altre offerte in futuro.

⁽⁴³⁾ V. *infra* il § 7.

⁽⁴⁴⁾ Cfr. GROSSMAN-HART, *Takeover Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation*, in *Bell Journal of Economics*, 1980, 42-46.

3.1. Il pregiudizio in termini di deprezzamento dei titoli temuto dagli investitori marginali in caso di successo di un'OPA promossa dall'azionista di controllo. - Inoltre, il metodo di calcolo utilizzato per determinare il valore della partecipazione in caso di diritto di recesso ordinario *ex art. 2437-ter³ c.c.*, basato non sul valore attuale di mercato ma sulla media aritmetica dei valori registrati nei sei mesi antecedenti all'esercizio del recesso stesso, consente all'azionista di controllo di lanciare la propria offerta a seguito di un periodo di eccezionale ribasso dei corsi azionari⁽⁴⁵⁾, così fissando un prezzo di offerta maggiore di quello di mercato e leggermente più alto rispetto a quello di recesso, ma molto più basso rispetto a quello che, in base alle informazioni privilegiate in suo possesso, ritiene i titoli possano avere in futuro, così di fatto "espropriando" gli investitori marginali di un incremento di valore della propria partecipazione che, in assenza dell'operazione di *freeze-out*, avrebbero potuto ottenere. In questa situazione, soprattutto qualora ad un'OPA totalitaria segua un obbligo di acquisto *ex art. 108 T.U.F.* o il verificarsi delle condizioni per l'operatività del diritto di acquisto *ex art. 111 T.U.F.*⁽⁴⁶⁾, si verifica un tipico se non il più grave caso di coazione a vendere, dato che gli oblati sanno che in nessun caso potranno ottenere un prezzo maggiore rispetto a quello della prima offerta, che però magari non ritengono in sé adeguato. Infine, può anche ben accadere che il prezzo fissato dall'azionista di controllo sia addirittura inferiore a quello di recesso, ciò malgrado risultando sempre "coercitivo", poiché gli oblati rischiano, in caso di mancato raggiungimento della soglia che obbliga all'acquisto *ex art. 108² T.U.F.* o di rinuncia alla condizione apposta dall'offerente, di rimanere prigionieri in una società non più quotata a seguito di un provvedimento di *delisting* adottato d'ufficio dalla CONSOB.

4. I presupposti soggettivi di applicazione dei nuovi artt. 39-bis e 40-bis RE. La definizione di soggetto insider. - Il mercato azionario italiano, così come numerosi altri mercati europei, è caratterizzato da un'elevata concentrazione proprietaria. Ciò, come noto, spesso ostacola la contendibilità del controllo, anzi favorendo il rafforzamento delle posizioni già esistenti mediante trasferimenti amichevoli spesso finalizzati al *delisting*. Questo tipo di operazioni, se attuate in presenza di strutture proprietarie fortemente accentrate, pongono la già segnalata ineludibile esigenza di tutela degli azionisti di minoranza i quali rischiano di vedere il valore della loro partecipazione alla società ridotto da operazioni di per sé formalmente lecite, senza perciò avere a disposizione alcuno strumento di tutela⁽⁴⁷⁾.

In linea generale, si può premettere che il fenomeno della coercitività può riguardare qualsiasi tipo di offerta avente ad oggetto titoli che forniscono, direttamente o indirettamente, diritti di voto⁽⁴⁸⁾. La stessa CONSOB, quando si è trattato di individuare i più efficaci correttivi alla distorsione causata dalla *pressure to tender*, ha tenuto ben presente la necessità di contemperare le già richiamate contrapposte esigenze di tutela degli azionisti di minoranza ed efficienza del mercato del controllo societario, pervenendo alla soluzione di

⁽⁴⁵⁾ Che può anche essere stato condizionato dalle sue stesse decisioni, v. sul punto POMELLI, (nt. 4), 466.

⁽⁴⁶⁾ Il cui corrispettivo l'art. 111² T.U.F. stabilisce debba essere determinato alla stregua dei criteri dettati dall'art. 108³⁻⁴⁻⁵ T.U.F. per l'obbligo di acquisto.

⁽⁴⁷⁾ Per un caso del genere sia consentito rimandare a Cass., 7 maggio 2011, n. 11125, in corso di pubblicazione su *Giur. comm.*, con nota dello scrivente, *Delisting a seguito di OPA residuale e inadempimento dell'obbligo di conversione di warrants: sulla tutela dei portatori di titoli "ibridi" in occasione di operazioni straordinarie*.

⁽⁴⁸⁾ Cfr. BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice*, (nt. 6), 31.

limitare il campo di applicazione del proprio intervento regolatorio alle sole OPA promosse da *insiders*, così come descritte dal nuovo ar. 39-*bis*¹, lett. a)⁽⁴⁹⁾.

Tali offerte, ad opinione della CONSOB, anche non sono tecnicamente definibili come operazioni con parti correlate, sono caratterizzate da legami talmente forti tra offerente e società *target* da comportare maggiori istanze di tutela delle minoranze⁽⁵⁰⁾. Il soggetto *insider* è in possesso di informazioni privilegiate rispetto al valore reale della società, oltre che di una totale libertà nello scegliere il momento più opportuno per promuovere l'offerta, momento che, non a caso, coincide quasi sempre con un forte ribasso dei corsi azionari⁽⁵¹⁾. Inoltre, disponendo del controllo gestionale della società, l'*insider* potrebbe causare volutamente una situazione di *underpricing*, ad esempio ritardando o omettendo operazioni profittevoli che avrebbero un effetto positivo sul prezzo delle azioni, oppure modificando la politica di distribuzione degli utili in maniera particolarmente restrittiva o alterando i flussi informativi al mercato⁽⁵²⁾. In un'altra ipotesi l'offerente, nell'ipotesi in cui detenga il controllo della controllante della società *target*, potrebbe appropriarsi di profitti in realtà spettanti alla controllata; tali pratiche, soprattutto alla luce delle norme in tema di responsabilità infragruppo, potrebbero ben risultare illegali, ma solo all'esito di costose e defatiganti azioni giudiziarie⁽⁵³⁾. Si tratta di ipotesi suffragate da numerose ricerche empiriche, che hanno dimostrato come la consapevolezza circa la possibilità che ad un'offerta pubblica segua un *takeout* determina normalmente una diminuzione più che significativa del valore delle azioni non oggetto di adesione⁽⁵⁴⁾.

Peraltro, a nulla varrebbe confidare nell'adempimento del proprio ruolo di *bargaining agent* da parte dell'organo amministrativo della società *target*, a sua volta eletto con i voti determinanti dello stesso soggetto offerente.

Infine, al netto di qualsiasi "abuso" o carattere coercitivo delle singole offerte, bisogna considerare più nello specifico che il prezzo di un'OPA finalizzata al *delisting* non può, per sua natura stessa, incorporare quello che si suol definire il "premio del controllo"; al contrario, spesso questa tipologia di offerte soffre di uno "sconto di minoranza", dovuto proprio alla scarsa, se non nulla, probabilità che l'*insider* offerente si trovi a dover fronteggiare offerte concorrenti; in altre parole, l'offerente che già detiene il pacchetto di controllo, contando sull'assenza di un rischio di offerte concorrenti, potrà offrire un premio minimo sul

⁽⁴⁹⁾ La norma individua le "offerte aventi ad oggetto titoli promosse, direttamente o indirettamente, da: 1) soggetti che detengono una partecipazione superiore alla soglia prevista dall'articolo 106, comma 1, del Testo unico; 2) aderenti a un patto parasociale che detengono una partecipazione complessiva superiore alla soglia indicata al numero 1); 3) amministratori o consiglieri di gestione o di sorveglianza dell'emittente; 4) persone che agiscono di concerto con i soggetti indicati ai precedenti numeri 1, 2 e 3".

⁽⁵⁰⁾ Cfr. "Analisi di impatto delle previsioni regolamentari volte a correggere gli effetti della "pressure to tender"", all. 4 al Documento di consultazione del 6 ottobre 2010, 3; vedi inoltre quanto osservato *supra* al § 4.

⁽⁵¹⁾ Cfr. BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice*, (nt. 6), 1714, che cita la Supreme Court del Delaware (*Roland Int'l Corp. v. Najjar*, 407 A.2d 1032, 1037 (Del. 1979)), per dimostrare come il momento in cui estromettere gli azionisti di minoranza può essere controllata dall'offerente.

⁽⁵²⁾ Per alcuni esempi di questi comportamenti v. *Marsh v. Armada Corp.*, 533 F.2d 978 (6th Cir. 1976), cert. denied, 430 U.S. 954 (1977); *Mutual Shares Corp. v. Genesco, Inc.*, 384 F.2d 540 (2d Cir. 1967); *Gerstle v. Gamble-Skogmo, Inc.*, 298 F. Supp. 66 (E.D.N.Y. 1969), tutte citate in BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice*, (nt. 6), 1704.

⁽⁵³⁾ Cfr. BRUDNEY, *Efficient Markets and Fair Values in Parent Subsidiary Mergers*, in *Journ. Corp. Law.*, 1978, 69-70; BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice*, (nt. 6), 1704, nt. 52:

⁽⁵⁴⁾ Cfr. BRADLEY, *Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control*, in *Journal of Bus. Law*, 1980, 352-56; *Securities Exchange Act Release No. 21079 [1984 Decisions] FED. SEC. L. REP. (CCH) p 83, 637 (June 21, 1984)*, citata in BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice*, (nt. 6), 1716.

prezzo di mercato dei titoli, al limite anche al di sotto di quello che deriverebbe dall'esercizio del diritto di recesso.

4.1. L'esclusione delle offerte "esterne". - La CONSOB ha ritenuto di individuare i presupposti soggettivi di applicazione del proprio intervento correttivo facendo ricorso a criteri eminentemente formali, quali il possesso, anche congiunto, di una partecipazione superiore al 30% dei titoli oggetto di offerta, la qualifica di amministratori, consiglieri di gestione o di sorveglianza ricoperta dai soggetti offerenti o, infine, l'aver agito di concerto con tali soggetti. Si è però osservato⁽⁵⁵⁾ che una definizione di *insider* del genere lascia fuori dal campo di applicazione dei rimedi proposti un'ipotesi intermedia tra il controllo interno "formale" e un'offerta lanciata da un soggetto genuinamente esterno, che si verifica quando il soggetto offerente sia obbligato a lanciare l'OPA per l'effetto di acquisti effettuati *sul mercato* che abbiano comportato il superamento della soglia del 30% di cui all'art. 106 del T.U.F., dato che la formulazione dell'art. 39-bis, 1° co., punto 1), fa testuale riferimento soltanto ai soggetti offerenti che *già detengano* una partecipazione superiore a detta soglia. La CONSOB è a suo tempo pervenuta a una soluzione del genere a seguito di una attenta ponderazione dei possibili effetti collaterali che l'introduzione di un meccanismo di riapertura dei termini dell'offerta avrebbe potuto comportare sia in termini di possibili comportamenti opportunistici/inefficienti degli oblati che sotto il profilo di un irrigidimento della dinamica del controllo societario. Tutto ciò anche perché nelle premesse teoriche sposate dalla Commissione l'unico strumento attrattivo di consenso a disposizione del *raider* esterno sarebbe costituito dal prezzo offerto, tanto che gli oblati, in assenza di incentivi a strategie "attendiste", dovrebbero basare le proprie scelte di adesione esclusivamente sulla convenienza economica dell'offerta ricevuta⁽⁵⁶⁾. Ciò nonostante, anche nelle offerte esterne, caratterizzate da un indubbio minor grado di coercitività intrinseca, è ugualmente probabile che si manifestino comportamenti di *free riding* degli oblati che, auspicando il successo dell'offerta in base a previsioni su futuri guadagni di efficienza nella gestione della società *target*, sono interessati ad attendere ad aderire, confidando nell'adesione da parte di altri investitori.

Ciò per quanto riguarda gli eventuali correttivi alla coazione a vendere in senso stretto; sotto il profilo della correzione delle eventuali asimmetrie informative, invece, si potrebbe osservare che la mancanza di un rapporto di collegamento "forte" tra *raider* e *board* della società *target* potrebbe non valere ad escludere a priori qualsiasi coinvolgimento degli amministratori indipendenti nella valutazione di un'offerta volontaria "esterna". In questi casi, infatti, il soggetto offerente è del tutto estraneo al gruppo di controllo della società *target*, sicché gli amministratori di quest'ultima - salvo, ovviamente, accordi in senso diverso - dovrebbero poter efficientemente svolgere sia la funzione informativa nei confronti degli oblati che, eventualmente, quella di resistenza nei confronti del *raider*, essendo il loro agire già adeguatamente tutelato dalle norme "ordinarie" in tema di conflitti di interesse. Nondimeno, potrebbe verificarsi il rischio opposto di un *entrenchment* da parte degli amministratori esecutivi o comunque non indipendenti, naturalmente portati a privilegiare lo *status quo* - e quindi il fallimento di offerte efficienti - anche contrariamente all'interesse degli azionisti alla massimizzazione del valore del proprio investimento. Ciò tanto più in un sistema come quello attuale che, con un deciso cambio di rotta rispetto al

⁽⁵⁵⁾ Cfr. NCTM, Studio Legale Associato, *Osservazioni al documento per la consultazione del 6 ottobre 2010*, 3, disponibile sul sito www.consob.it.

⁽⁵⁶⁾ Cfr. l'all. 4 al Documento di consultazione del 6 ottobre 2010, (nt. 50), 10.

passato, con la riforma dell'artt. 104 e 104-bis T.U.F. ha considerevolmente ampliato le possibilità di "difese" nei confronti di scalate ostili.

In conclusione, il ragionamento seguito dalla CONSOB soffre dell'aprioristica preferenza manifestata per il meccanismo correttivo del *second round requirement*, ma perde gran parte del proprio valore persuasivo in caso di una maggiore considerazione delle possibilità insite nella adozione del diverso meccanismo del *voting requirement* che, come si dimostrerà, non presenta l'inconveniente di incentivare inefficienti comportamenti di *free riding* da parte degli oblati, che potrebbero essere indotti a non aderire ad offerte efficienti esclusivamente sulla base di un ragionamento di tipo "attendistico".

4.2. Possibili arbitraggi normativi con riferimento alle disposizioni in materia di operazioni con parti correlate. - Si potrebbe inoltre obiettare che l'opzione regolamentare adottata, anche se basata su una condivisibile necessità di distinguere sul piano formale i due concetti di "parte correlata" e soggetto *insider*, tralascia di considerare che le operazioni attuate da entrambe le categorie di soggetti impongono le medesime esigenze di tutela degli investitori. Come è stato già osservato⁽⁵⁷⁾, infatti, l'azionista di controllo ha di fronte a sé due strade funzionalmente identiche per ottenere il *delisting* della società: realizzare una fusione tra la società quotata e la controllante non quotata, dovendo così scontare il rischio di recessi ex art. 2347-*quinquies* c.c.; oppure lanciare un'OPA totalitaria, eventualmente seguita da *sell out*, *freeze-out* o *delisting*. Si è anche dato conto del differente trattamento che la giurisprudenza americana, nonostante le sempre più frequenti critiche, continua a riservare alle due situazioni, assegnando diversa valenza - più blanda nel caso di offerte pubbliche - al rispetto dei correttivi suggeriti (*voting requirement*, *second round requirement*, parere o coinvolgimento degli amministratori indipendenti), con la possibilità di ingiustificati, e indesiderabili, arbitraggi normativi tra le due ipotesi⁽⁵⁸⁾.

Orbene, tale problema di arbitraggio è presente anche nel nostro ordinamento. Ed infatti, in forza delle disposizioni regolamentari emanate dalla CONSOB, il coinvolgimento degli amministratori indipendenti è attualmente previsto sia in caso di operazioni con parti correlate - tra cui rientra sicuramente la fusione - che in materia di OPA. Il problema deriva però da una diversa formulazione delle norme, sia per quanto concerne i presupposti di applicazione che in punto di poteri affidati al *bargaining agent*.

Infatti, nel caso di fusione, le lett. b) e c) dell'art. 8 del Regolamento sulle operazioni con parti correlate⁽⁵⁹⁾, relative alle "operazioni di maggior rilevanza"⁽⁶⁰⁾, prevedono rispettivamente: (i) il coinvolgimento degli amministratori indipendenti "nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo e con la facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria"; (ii) che l'approvazione dell'operazione da parte del consiglio di amministrazione sia vincolata al parere favorevole da parte degli amministratori indipendenti "sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale

⁽⁵⁷⁾ V. *supra* il § 2.2.

⁽⁵⁸⁾ V. *supra* il § 2.2.

⁽⁵⁹⁾ Cfr. Regolamento n. 17221, (nt. 16). Su cui v., per un primo approccio, MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. Comm.*, 2011, I, 319 ss.; STELLA RICHTER JR., *Le procedure per le operazioni con parti correlate*, in *Riv. soc.*, 2011, I, 64 ss..

⁽⁶⁰⁾ Un cui elenco è contenuto nell'all. 3 del Reg. 17221 facendo ricorso ai cc.dd. "indici di rilevanza" (del controvalore, dell'attivo o delle passività).

delle relative condizioni, ovvero, in alternativa, che siano applicate altre modalità di approvazione dell'operazione che assicurino un ruolo determinante alla maggioranza degli amministratori indipendenti non correlati". Tale previsione è però superabile dal c.d. *whitewash* assembleare introducibile statutariamente, che permette di superare il contrario avviso degli indipendenti mediante un'autorizzazione della maggioranza dei soci non correlati⁽⁶¹⁾ espressa in sede di assemblea ordinaria ex art. 2364¹, n. 5), c.c..

Al contrario, in caso di OPA, cui, in forza della definizione di "operazione con parte correlata" contenuta nell'all. 1 del Reg. 17221, non è applicabile l'appena esposta disciplina, il parere previsto dall'art. 39-*bis* RE non è affatto vincolante, dovendo semplicemente essere allegato, per finalità informative, al comunicato dell'emittente.

Una tale differenza di trattamento potrebbe giustificarsi in base alla disciplina italiana delle fusioni, che, a differenza di altri ordinamenti più liberali come quello statunitense⁽⁶²⁾, in caso di fusione per incorporazione di società quotata con società controllante non quotata⁽⁶³⁾, esclude che agli azionisti di minoranza possa essere corrisposto denaro o altri strumenti negoziati su un mercato regolamentato, viceversa imponendo la corresponsione delle azioni (non quotate) della controllante, con l'unico eccezione di un conguaglio in denaro non superiore al 10% del valore nominale delle azioni attribuite e sempre fatto salvo il diritto di recesso in caso di *delisting* ex art. 2437-*quinquies* c.c. o in caso di fusione semplificata ex art. 2505-*bis* c.c.. L'appena esposto assetto normativo determina una maggiore coercitività dell'operazione di *delisting* sotto forma di OPA seguita da fusione per incorporazione sotto tre profili: (i) gli oblati hanno la certezza che, in caso di fusione, in caso di mancato recesso riceveranno strumenti non quotati e quindi illiquidi⁽⁶⁴⁾; (ii) il criterio di determinazione del valore delle azioni in caso di recesso consacrato nell'art. 2437-*ter*³ c.c., che fa esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi precedenti, seppur volto ad ancorare detto valore a dati obiettivi, prevedibili, e quindi non contestabili in giudizio, non è detto sia in grado di fornire un'accurata valutazione del valore intrinseco dell'impresa; (iii) non è detto che il rapporto di cambio così come individuato nel progetto di fusione riconosca agli azionisti un premio analogo a quello offerto nell'ambito dell'OPA precedente⁽⁶⁵⁾.

Ciò nonostante, i profili di coercitività insiti in un'operazione di mercato non seguita da fusione, che a questo punto risulterebbe particolarmente appetibile data la diversa e meno rigida regolamentazione, ha indotto taluni a proporre⁽⁶⁶⁾, per superare codesto *gap* normativo e la conseguente possibilità di arbitraggi normativi, di prevedere per le OPA promosse da *insiders*, un coinvolgimento degli amministratori indipendenti anche nella fase anteriore di trattative, senza limitare il loro intervento alla sola preparazione ed emissione di un parere, così da estendere anche a queste ipotesi il principio del coinvolgimento informativo nelle trattative e in istruttoria che risulta sancito, per le operazioni con parti corre-

⁽⁶¹⁾ La votazione dovrà infatti avvenire ai sensi dell'art. 11³ del Reg. n. 17221.

⁽⁶²⁾ L'ordinamento nordamericano conosce infatti sin dagli anni '20 del secolo scorso un procedimento di fusione *cash-out* (per contanti), che permette di estromettere agli azionisti di minoranza della società incorporata corrispondendo denaro o strumenti finanziari della società incorporante diversi dalle azioni della stessa. Sul punto v. approfonditamente POMELLI, (nt. 4), 428 e nt. 31.

⁽⁶³⁾ Spesso, come accennato si tratta di un veicolo costituito *ad hoc* dalla controllante.

⁽⁶⁴⁾ Cfr. POMELLI, (nt. 4), nt. 132.

⁽⁶⁵⁾ Cfr. POMELLI, (nt. 4), 482.

⁽⁶⁶⁾ Cfr. STUDIO LEGALE GALBIATI, SACCHI E ASSOCIATI, *Osservazioni al documento di consultazione del 6 ottobre 2010, 9*, disponibile sul sito www.consob.it.

late, al citato art. 8, lett. b), Reg. 17221⁽⁶⁷⁾. Un tale soluzione, però, evidentemente modellata sull'esempio dei più recenti orientamenti delle corti del Delaware, rischierebbe forse di incorrere nel medesimo ordine di critiche poiché, non spingendosi a proporre l'estensione della vincolatività del parere reso dagli indipendenti, sancita alla lettera c) del citato art. 8 Reg. 17221 anche alle operazioni "di mercato", non riuscirebbe ad eliminare del tutto la disparità di trattamento tra le due situazioni.

A tal proposito potrebbe risultare utile⁽⁶⁸⁾ porre attenzione ad alcune delle soluzioni elaborate dalla dottrina nordamericana con riferimento al medesimo ordine di problemi. Si è infatti proposto di far sì che, nell'ambito di operazioni di mercato della società controllante dirette al *delisting* della società controllata, il comitato speciale di amministratori indipendenti possa ottenere dal consiglio di amministrazione l'autorizzazione ad adottare misure difensive che consentano di contrastare temporaneamente il successo dell'offerta⁽⁶⁹⁾, in modo da ottenere un pregnante potere contrattuale sufficiente a permettergli di rivestire quel ruolo di *bargaining agent* degli azionisti di minoranza che il consiglio di amministrazione, in virtù del suo stretto legame con l'offerente, non è in grado di svolgere⁽⁷⁰⁾.

5. La disciplina dettata dalla CONSOB, profili generali. - All'esito del procedimento di consultazione sul recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, il Regolamento Emittenti si è arricchito di due nuove previsioni.

La prima, dettata al nuovo art. 39-bis, è diretta a mitigare le asimmetrie informative tra soggetto offerente e investitori marginali e prevede che gli amministratori indipendenti che non siano parti correlate dell'offerente, avvalendosi se del caso a spese dell'offerente di un esperto indipendente da loro individuato, redigano, ovviamente anche nel caso di successive offerte concorrenti, un parere motivato "sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo". Tale parere, unitamente alla valutazione formulata dall'esperto indipendente, può essere "integralmente recepito" nel comunicato dell'emittente, in caso contrario deve essere reso pubblico autonomamente secondo le stesse modalità. Nel caso di adozione del

⁽⁶⁷⁾ Ciò comporterebbe poi, "considerata la difficoltà di individuare, nel contesto di OPA lanciate dall'azionista di controllo, fasi di trattativa o istruttoria nelle quali sia coinvolto il *board of target* prima della comunicazione ex art. 102 TUF a opera della controllante", l'opportunità di individuazione da parte della CONSOB dei "flussi informativi attivi e/o passivi", oltre che dei "ruoli, prerogative e poteri specifici di pertinenza o competenza del comitato di amministratori indipendenti, ulteriori rispetto alla mera preparazione e redazione del parere ex art. 39-bis, comma 2", v. STUDIO LEGALE GALBIATI SACCHI E ASSOCIATI, *Osservazioni*, (nt. 66), *loc. cit.*.

⁽⁶⁸⁾ Così come proposto anche da POMELLI, (nt. 4), 484.

⁽⁶⁹⁾ Cfr. GILSON-GORDON, (nt. 9), 839.

⁽⁷⁰⁾ Non vanno però taciute le critiche a tale approccio, per cui v. SUBRAMANIAN, *Fixing Freezeouts*, (nt. 2), 57 ss., secondo il quale in primo luogo gli amministratori indipendenti potrebbero utilizzare le misure difensive (cc.dd. *poison pills*) anche per bloccare operazioni efficienti ma contrarie ai loro singoli interessi di *managers*, in secondo luogo tale potere sarebbe pur sempre delegato e quindi revocabile in qualsiasi momento dal consiglio di amministrazione dietro pressione dell'azionista di controllo. La prima critica, come giustamente fatto notare da POMELLI, (nt. 4), 485, non coglie nel punto, poiché il pericolo che gli amministratori indipendenti abusino a proprio vantaggio dei poteri conferitigli appare contenuto in quanto essi dipendono per la quasi totalità (ad eccezione di quelli eletti su indicazione delle minoranze) dall'azionista di controllo, che ovviamente dispone di efficaci "strumenti di ritorsione". Per quanto concerne la possibilità di revoca del potere delegato di adozione di misure difensive, esso si comprende nell'ambito dell'esperienza nordamericana, dove le soluzioni proposte non trovano la loro fonte in norme di legge, ma si atteggiano esclusivamente a correttivi che, qualora adottati, dovrebbero indurre le Corti ad adottare *standards* di giudizio meno severi di quelli usuali.

sistema dualistico, è poi previsto che il parere sia reso dai consiglieri di gestione indipendenti ovvero da un comitato composto da consiglieri di sorveglianza indipendenti. Infine, mutando una regola dal *Takeover Code* britannico⁽⁷¹⁾, è previsto che nel caso di operazioni di *management-buy-out* gli amministratori indipendenti possano richiedere all'offerente le informazioni a suo tempo fornite ai finanziatori dell'offerta per poi eventualmente diffonderle sul mercato ai sensi dell'art. 41 RE.

La seconda, dettata al nuovo art. 40-*bis*, prevede che i termini per l'adesione alle offerte promosse da *insiders* identificati ai sensi dell'art. 39-*bis*, 1° co., lett. a), siano riaperti per cinque giorni qualora l'offerta: (i) sia condizionata al raggiungimento di una determinata percentuale di titoli e tale condizioni si avveri ovvero l'offerente vi rinunci; (ii) non sia condizionata, ma comporti il raggiungimento di una percentuale del capitale rappresentato da titoli - ovvero di una percentuale dei titoli oggetto dell'offerta (rispetto a quelli già posseduti dall'offerente) - tale da far ritenere attuale il pericolo che si avverino comportamenti sostanzialmente espropriativi da parte dell'offerente a danno degli investitori marginali.

La riapertura dei termini non si applica qualora: (i) l'offerente comunichi almeno cinque giorni dello spirare dell'originario termine di adesione all'offerta il verificarsi di quelle che potrebbero definirsi "circostanze sintomatiche" di una futura probabile spoliatura a danno degli investitori marginali, così di fatto "anticipando" il meccanismo di tutela approntato dal Regolamento; (ii) la legge già preveda rimedi alla *pressure to tender* (obbligo di acquisto ex art. 108 T.U.F. e meccanismo dell'OPA preventiva ex art. 107 T.U.F.)⁽⁷²⁾; (iii) l'offerente condizioni irrevocabilmente l'efficacia della propria offerta al c.d. *voting requirement*, ossia all'approvazione da parte della maggioranza degli oblati, esclusi naturalmente coloro con cui abbia agito di concerto; (iv) per le offerte su titoli emessi da società cooperative⁽⁷³⁾; (v) in caso di offerte concorrenti⁽⁷⁴⁾.

6. L'art. 39-*bis*, il parere degli amministratori indipendenti "sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo". Il rapporto con il comunicato dell'emittente.- Si è già dato conto delle asimmetrie informative che affliggono il rapporto tra soggetto offerente e oblati in posizione marginale; esse, in via generale, dovrebbero trovare un efficace correttivo nell'opera svolta dai membri del consiglio di amministrazione della società *target* che, in virtù della propria carica, godono di approfondite informazioni sul valore reale della società e sulle sue prospettive future di guadagno, che permettono loro di esprimere una fondata valutazione sulla "offerta e sulla sua congruità" nel comunicato ex art. 39 RE. E' però realistico immaginare che, nel contesto di un'offerta promossa da un soggetto *insider*, il *board* dell'emittente possa essere condizionato dall'influenza esercitata nei suoi confronti dal soggetto offerente, oltre che dal timore di possibili "ritorsioni".

Queste considerazioni hanno indotto la CONSOB ad attribuire, in caso di offerte "interne", il compito di formulare un parere di congruità anche agli amministratori indipendenti

(71) Cfr. La Rule 20.3 del *Takeover Code*.

(72) Su cui v. *infra* il § 7.6.

(73) Per le cooperative, data la regola del voto capitaro, per indicare le presunzioni di successo dell'offerta al verificarsi delle quali avrebbe luogo la riapertura si è deciso di non adottare un riferimento alla maggioranza del capitale sociale, dato che gli azionisti di tali società hanno già la possibilità di esprimersi, col sistema di voto paritario, la propria valutazione in sede di deliberazione di trasformazione in s.p.a. (condizione necessaria per l'offerta).

(74) Ed infatti l'art. 44 RE prevede già un meccanismo analogo alla riapertura, consentendo l'adesione alla nuova offerta anche agli oblati che avevano aderito ad un'offerta precedente.

che, in virtù della loro posizione, si suppone possano essere meno influenzati dall'evoluzione dell'assetto di controllo della società rimanendo pur sempre in possesso di informazioni approfondite sulla situazione economico-finanziaria. Varrà ricordare che inizialmente, nel primo documento di consultazione, era previsto che il parere di cui all'art. 39-bis RE fosse in ogni caso pubblicato, ma da più parti si è osservato che in tal modo si rischiava in molti casi di imporre una mera duplicazione, con ingiustificato aggravio di costi, del contenuto della comunicazione dell'emittente di cui all'art. 39, lett. c) e d) del RE, che tra l'altro già prevede la possibilità di dar conto dei nominativi degli amministratori eventualmente dissenzienti con la relativa motivazione. E' stato quindi previsto che il parere debba essere comunicato separatamente, allegandolo al comunicato dell'emittente, solo qualora non sia integralmente recepito dal consiglio di amministrazione e inserito nel comunicato stesso.

6.1. Panorama comparatistico. - La scelta compiuta si pone del tutto in linea, oltre che con le raccomandazioni formulate dall'OCSE⁽⁷⁵⁾ e dalla Commissione Europea⁽⁷⁶⁾ sulla risoluzione dei conflitti d'interesse, anche con le soluzioni adottate nei maggiori paesi industrializzati.

Si è già avuto modo di analizzare la soluzione adottata negli Stati Uniti⁽⁷⁷⁾, in cui, seppure con poteri ed effetti diversi nel caso di offerta pubblica rispetto a quello di fusione per incorporazione finalizzate al *delisting*, nel primo caso la costituzione di un comitato di amministratori indipendenti dotato dei poteri di contrattare i termini dell'operazione permette di degradare lo *standard* di giudizio sulla correttezza della stessa da quello stringente della *entire fairness* a quello molto più permissivo della *business judgment rule*. Il giudizio fornito dagli amministratori indipendenti non è quindi imposto da nessuna norma imperativa e una sua mancanza non comporta alcuna invalidità, ma costituisce esclusivamente uno dei requisiti che la giurisprudenza ha posto per permettere agli amministratori della società *target*, in caso di azioni di danni intentate dagli azionisti della stessa, di rifugiarsi nel *safe harbour* della *business judgment rule*, senza che però sia esclusa in radice una, seppur molto improbabile, decisione che accerti la loro responsabilità nel caso concreto.

Una soluzione analoga a quella adottata dalla CONSOB, dotata anzi di un campo di applicazione molto più vasto, è quella prevista dalla Rule 3.121 del *Takeover Code Britannico*, a norma del quale in caso di offerta pubblica l'organo amministrativo della società *target* deve, in ogni caso, richiedere il parere di un esperto indipendente sulla stessa da rendere noto ai propri azionisti. Tuttavia, il commento a questa disposizione riconosce che essa assume particolare importanza in caso di offerte promosse da *managers* o dall'azionista di controllo, casi in cui l'indipendenza dell'esperto prescelto assume particolare rilevanza.

⁽⁷⁵⁾ Cfr. *Principi di Corporate Governance*, in particolare, il *Principle VI.E.1* in materia di "*Responsibilities of the Board*" raccomanda che: "The board should be able to exercise objective independent judgment on corporate affairs. 1. Boards should consider assigning a sufficient number of non-executive board members capable of exercising independent judgment to tasks where there is a potential for conflict of interest. Examples of such key responsibilities are ensuring the integrity of financial and nonfinancial reporting, the review of related party transactions, nomination of board members and key executives, and board remuneration".

⁽⁷⁶⁾ Raccomandazione della Commissione europea del 15 febbraio 2005 sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio di amministrazione o di sorveglianza (Raccomandazione 2005/162/CE).

⁽⁷⁷⁾ V. *supra* I §§ 2.1. e 2.2.

Con riferimento all'esperienza francese, l'art. 261.1 del *Règlement Général* della AMF (*Autorité des marchés financiers*) richiede che, in caso di offerta pubblica, sia interpellato un esperto indipendente, la cui valutazione deve essere allegata al comunicato dell'emittente, ogniquale volta l'operazione possa generare dei conflitti di interesse in seno agli organi sociali tale da influire sulla motivazione che essi devono fornire sulla congruità dell'offerta stessa, o che possa minare la parità di trattamento che deve essere assicurata agli azionisti o ai portatori di strumenti finanziari oblati. La norma elenca poi tutta una serie di situazioni sintomatiche di un conflitto di interessi e che perciò, in caso di offerta pubblica, richiedono sicuramente la valutazione di congruità da parte di un esperto indipendente; ai fin che qui interessano basti considerare l'ipotesi *sub 1*, in cui gli amministratori o i soci di controllo della società *target* abbiano concluso un accordo con il soggetto offerente "susceptibile di minare la loro indipendenza". Infine, a norma dell'art. 231-19, 3° punto, il contenuto dell'emittente deve menzionare il rapporto fornito dall'esperto indipendente; tale obbligo di comunicazione può però essere superato dall'emittente che, sotto la propria responsabilità, può "decidere di non menzionare alcune informazioni contenute nel rapporto dell'esperto indipendente al fine di tutelare un proprio interesse meritevole di tutela, sempre che questa omissione non sia tale da indurre in errore il pubblico". L'opzione adottata in Francia, quindi, in maniera più sfumata e complessa rispetto all'esperienza britannica che, come visto, non pone deroghe all'obbligo di richiedere l'opinione dell'esperto indipendente, fa ricorso ai concetti indeterminati di "interesse meritevole di tutela" e "induzione in errore del pubblico" per individuare un punto di equilibrio tra le opposte esigenze di tutela degli oblati e conservazione del valore societario che tenga conto quanto più possibile del caso concreto.

7. L'art. 40-bis del RE tra "second round requirement" e "voting requirement". - L'art. 40-bis del RE affida la correzione dei problemi di azione collettiva generati dal fenomeno della coazione a vendere principalmente allo strumento della riapertura dei termini dell'offerta (c.d. "*second round requirement*"). Solo con il secondo documento di consultazione del 18 febbraio 2011 è stato poi previsto all'art. 40-bis³, lett. d), un regime alternativo consistente nella separazione tra adesione e approvazione, dando rilievo solo a quest'ultima ai fini dell'efficacia dell'OPA stessa (c.d. "*voting requirement*"), poi recepito nella delibera 11731. Più precisamente, il *raider*, in tutte le offerte non obbligatorie, può scegliere di subordinare l'efficacia della propria offerta all'approvazione espressa dalla maggioranza dei titoli apportati in adesione - esclusi i soggetti che agiscano di concerto con l'offerente stesso - su un'apposita sezione della scheda di adesione.

7.1. Panorama comparatistico. - La riapertura dei termini è un istituto già presente in altre esperienze europee e negli Stati Uniti, così che appare opportuno fornire un rapido quadro comparatistico, e ciò anche per meglio apprezzare le differenti implicazioni pratiche conseguenti alla scelta dei diversi presupposti di applicazione soggettivi ed oggettivi, con particolare riferimento al profilo relativo all'apposizione da parte del *raider* di una "condizione di successo" dell'offerta.

Ad esempio, la *Rule 31.4* del *Takeover Code* britannico, rubricata "*Offer to remain open for 14 days after unconditional as to acceptances*", prevede che qualora un'offerta diventi o sia dichiarata incondizionata, essa debba rimanere aperta per non meno di 14 giorni ulteriori rispetto all'originaria data di chiusura, al fine di permettere l'adesione agli azionisti che non abbiano inizialmente accettato l'offerta. Se invece l'offerta è dichiarata incondizionata sin

dall'origine nel documento di offerta, la riapertura del periodo di adesione non è richiesta, purché tale situazione sia stata precisata nel documento d'offerta. Pertanto la riapertura del periodo di adesione è destinata alle offerte sottoposte a condizione o dichiarate incondizionate solo successivamente al loro inizio. Va però chiarito che nell'ordinamento inglese le offerte che mirano al conseguimento del controllo sono normalmente condizionate, dato che la Rule 10 del *Takeover Code* obbliga l'apposizione di una condizione di successo a tutte le offerte finalizzate al superamento del 50% dei titoli con diritto di voto.

In Francia, l'art. 232-4 del *Règlement Général* della AMF, impone una riapertura dei termini per un periodo non inferiore a 10 giorni di mercato aperto sia per le offerte condizionate, purché sia stata raggiunta la condizione di successo, sia per quelle incondizionate. Essa però non si applica alle offerte pubbliche effettuate secondo la c.d. "procedura semplificata" prevista all'art. 233-1 del medesimo regolamento, come, ad esempio, le offerte promosse da un azionista (o da una coalizione di azionisti) che detenga una partecipazione almeno pari al 50% del capitale o che viene a detenere la medesima partecipazione a seguito di acquisti, o come le offerte parziali in cui la partecipazione che l'offerente potrà complessivamente detenere non supera il 10% del capitale, o infine come le offerte con cui la società compie operazioni di riacquisto delle proprie azioni.

In Germania, la Sez. 16 del WpÜG (*Wertpapierübernahmegesetz*), prevede un periodo aggiuntivo di adesione, entro due settimane dalla pubblicazione dei risultati, per coloro che non hanno aderito entro il termine inizialmente stabilito ad un'offerta finalizzata al conseguimento del controllo di una società quotata (raggiungimento di almeno il 30% del capitale). Essa però non si applica in caso di mancato successo di offerte condizionate. Pertanto, il secondo *round* è previsto, come nell'ordinamento francese, tanto per le offerte incondizionate quanto per quelle condizionate, purché in quest'ultimo caso sia stata raggiunta la soglia minima di adesione.

Negli Stati Uniti, infine, la Rule 14(d)-11, rubricata "*Subsequent Offering Period*", emanata dalla SEC in attuazione del *Securities Exchange Act* del 1934, considera la riapertura dei termini non come un obbligo ma come una facoltà concessa all'offerente in caso di offerte totalitarie e nel rispetto di determinate condizioni. Il carattere non imperativo della norma, che prevede una mera facoltà per il soggetto emittente, si comprende in base a quanto osservato sulla valenza assegnata dalla giurisprudenza americana agli strumenti correttivi della *pressure to tender*, la cui adozione non è obbligatoria ma ha l'unico scopo di degradare lo *standard* con cui viene scrutinata l'operazione.

Si è detto come il fenomeno della coazione a vedere si manifesta quando gli oblati, anche se sarebbero razionalmente indotti a non aderire in base ad un'autonoma valutazione sul maggior valore atteso dei titoli in loro possesso qualora l'offerta non abbia successo (c.d. *independent target's value*), sono forzati ad aderire per il timore delle possibili espropriazioni che potrebbero subire in caso di successo dell'offerta. Varrà da subito chiarire come il concetto di "successo" si atteggi in maniera differente a seconda dell'apposizione o meno di una condizione da parte dell'offerente: qualora sia presente una condizione l'offerta "è riuscita" nel caso in cui detta condizione sia raggiunta; qualora invece l'offerta non sia condizionata, il giudizio circa il "successo" non può essere puntuale, ma dipende esclusivamente dalle previsioni effettuate dai singoli oblati circa la possibilità che il soggetto offerente avrà di sfruttare il controllo raggiunto per estrarre a loro danno benefici privati.

Nell'ipotesi di prezzo non ritenuto congruo è allora possibile schematizzare le varie possibilità che si offrono all'oblato: il guadagno atteso "massimo" è quello conseguente al-

la mancata adesione ad un'offerta non riuscita, il guadagno atteso "medio" è quello ottenibile aderendo ad un'offerta riuscita, il guadagno atteso "minimo" è quello conseguente alla mancata adesione di un'offerta riuscita. In caso di offerte condizionate, allora, il guadagno atteso dall'adesione si situa nella forbice "massimo-medio", poiché all'adesione può conseguire o il successo dell'offerta (guadagno atteso "medio") o il suo insuccesso per mancato raggiungimento della soglia minima (guadagno atteso "massimo"). L'opzione della non adesione è invece meno conveniente, situandosi nella forbice di guadagno atteso "massimo-minimo", poiché alla mancata adesione può sempre conseguire l'insuccesso dell'offerta (guadagno atteso "massimo"), ma in caso di successo si rischia di ottenere il temuto guadagno atteso "minimo"⁽⁷⁸⁾.

Ciò dimostra perché il fenomeno della coazione a vendere, sebbene emerga con maggiore evidenza nelle offerte condizionate, in cui la strategia dominante è sempre quella di accettare, si verifica anche nelle offerte incondizionate, con la conseguenza che la previsione di un secondo *round* tutelerebbe l'oblato dalla possibilità di ottenere il guadagno atteso "minimo" connesso alla mancata adesione.

Alla luce di quanto appena osservato appaiono con chiarezza i limiti della soluzione regolatoria adottata in Gran Bretagna, che prevede la riapertura dell'offerta *per le sole offerte condizionate* sia nel caso in cui la condizione sia stata raggiunta, sia nel caso in cui l'offerente abbia rinunciato alla condizione (in quest'ultimo caso la rinuncia è considerata come un sintomo di raggiungimento degli obiettivi prefissati ma non dichiarati). In tal modo, infatti, si introduce una ingiustificata discriminazione tra offerte condizionate e non condizionate che potrebbe indurre l'offerente intenzionato al *freeze out* delle minoranze a non apporre una condizione minima di successo in modo tale da beneficiare della permanente situazione di *pressure to tender*.

La soluzione francese e tedesca, invece, proprio per le ragioni appena accennate, non distingue tra offerte condizionate e incondizionate, con ciò però favorendo una distorsione nel comportamento degli oblati che, in caso di offerta incondizionata, potrebbero essere indotti a non aderire immediatamente all'offerta. Questa diluzione dei tempi di perfezionamento dell'offerta, oltre a non essere di per sé auspicabile, assume connotati ulteriormente negativi qualora si consideri il suo valore "segnalante" della reale convenienza del prezzo offerto o delle probabilità di successo dell'operazione che una simile diluizione nella tempistica potrebbe assumere nei confronti dell'intero mercato⁽⁷⁹⁾. In altre parole, la mancanza di incentivi per gli oblati a rivelare prontamente le proprie preferenze già nel primo *round* di un'offerta incondizionata impedirebbe il crearsi di uno dei pochi, se non l'unico, indizi su cui si basano le scelte di disinvestimento compiute dagli investitori marginali, ossia di una efficiente valutazione del mercato sulla bontà dei termini dell'operazione. In una tale situazione di incertezza la strategia dell'adesione sarebbe l'unica preferibile, in tal modo venendo ad essere vanificato l'obiettivo di correggere la *pressure to tender*.

7.2. La previsione di "indici di successo" dell'offerta a prescindere dall'apposizione di "condizioni di successo" da parte dell'offerente. - Dal breve quadro fornito si evince che uno dei più rilevanti profili di distinzione funzionale tra le soluzioni adottate dai maggiori ordinamenti europei in tema di riapertura dei termini dell'offerta concerne l'estensione dei presupposti oggettivi di applicazione del rimedio.

⁽⁷⁸⁾ Cfr. BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice*, (nt. 6), 1721.

⁽⁷⁹⁾ V. *supra* il § 1.

L'ordinamento britannico prevede che il *second round requirement* si applichi alle sole offerte condizionate sin dall'origine o dichiarate tali dall'offerente successivamente al lancio. Al contrario, gli ordinamenti tedesco e francese applicano la riapertura dei termini prescindendo dall'apposizione di una condizione di successo, ma nel caso di offerte condizionate ne subordinano l'operatività a che sia stata raggiunta la soglia minima di adesione preventivamente indicata dal *raider*. Una tale differenza di disciplina si comprende in base a quanto già accennato con riguardo all'attitudine propria del meccanismo della riapertura dei termini a favorire non auspicabili comportamenti di *free riding* da parte degli oblati⁽⁸⁰⁾. In altre parole, nell'ideale bilanciamento tra le opposte esigenze di tutela della contendibilità societaria e protezione degli investitori, il meccanismo del *second round requirement* adottato "in purezza" è particolarmente sbilanciato a favore del secondo dei due obiettivi, il che comporta non pochi effetti collaterali in termini di effetti sul benessere complessivo.

Di tali inconvenienti la stessa CONSOB ha tenuto conto nel disegnare l'estensione del proprio intervento. Ed infatti, anche se il meccanismo di riapertura dei termini si applica a prescindere dall'apposizione all'offerta di una condizione di successo, sono stati inseriti dei "contro-correttivi" che, nel caso di offerte incondizionate, ne limitano il campo di applicazione alle sole ipotesi in cui il fenomeno della coazione a vendere si manifesta con maggiore intensità.

Più in particolare, l'attuale formulazione dell'art. 40-bis RE prevede che, mentre nelle offerte condizionate la riapertura dei termini non soffre limitazioni se non quella consistente nel raggiungimento della soglia condizionante, nelle offerte incondizionate il meccanismo della riapertura dei termini è subordinato alla comunicazione da parte dell'emittente, alla chiusura del primo *round*, del raggiungimento alternativo di un duplice obiettivo: (i) aver raggiunto una partecipazione superiore alla metà ovvero, in caso di partecipazione iniziale dell'offerente superiore alla metà e inferiore ai due terzi, ai due terzi del capitale le⁽⁸¹⁾; oppure (ii) avere acquistato almeno la metà dei titoli di ciascuna categoria oggetto dell'offerta⁽⁸²⁾. La condizione *sub ii*) dell'acquisto della metà dei titoli di ciascuna categoria oggetto di offerta si applicherà principalmente al caso in cui il soggetto offerente già detenga il controllo dell'assemblea straordinaria ma non acquisti tanti titoli da far scattare l'obbligo di acquisto di cui all'art. 108 del T.U.F.. Queste due soglie, per evitare un disincentivo all'adesione durante il primo *round*, in caso di offerte incondizionate non fanno nient'altro che introdurre una sorta di "presunzione di successo" a seguito della quale gli investitori marginali possono plausibilmente attendersi una perdita di benessere tale da indurli ad aderire "forzatamente".

In sostanza, la CONSOB ha ritenuto di soddisfare la già richiamata esigenza di assicurare che l'intervento correttivo della *pressure to tender* non crei ancor più rilevanti distorsioni di segno contrario⁽⁸³⁾ subordinando l'operatività della riapertura dei termini al verificarsi di quelli che potrebbero definirsi "indici di successo" dell'offerta: nelle offerte con-

⁽⁸⁰⁾ V. *supra* il § 2.2.

⁽⁸¹⁾ Si tratta di soglie giuridicamente rilevanti: la prima consente al socio di maggioranza relativa di ottenere il controllo "di diritto" dell'assemblea ordinaria; la seconda permette al socio che già controlli l'assemblea ordinaria di avere il controllo anche dell'assemblea straordinaria.

⁽⁸²⁾ La previsione di questo requisito alternativo "nominalistico", o capitario, persegue l'obiettivo di colmare i vuoti che l'applicazione di una sola soglia "proporzionalistica" basata sulla percentuale di adesione potrebbe lasciare, come ad esempio nel caso in cui l'offerta sia promossa da un azionista già in possesso di una quota superiore ai due terzi del capitale che però non raggiunga i requisiti fissati dall'art. 108 T.U.F. per l'obbligo di acquisto.

⁽⁸³⁾ V. *supra* il § 1.

dizionate, il raggiungimento della soglia condizionante; nelle offerte non condizionate, il raggiungimento di soglie “di controllo”.

Si può allora tentare di riassumere la *ratio* del complesso materiale normativo contenuto dell'art. 40-*bis* RE: sia in caso di offerte condizionate che incondizionate è stata prevista una discriminazione basata sul raggiungimento di determinate “soglie di adesione”, prevedendo l'operatività della riapertura dei termini solo nelle ipotesi in cui tali soglie siano state superate. La necessità di individuare queste ipotesi, che costituiscono veri e propri “indici di successo” dell'offerta e quindi di una sua particolare coercitività, è stata però rimessa a criteri definatori particolarmente rigidi, mediante indici numerici quantitativamente individuati in astratto, così che non vengono considerate molte situazioni in cui il medesimo fenomeno si verifica ugualmente, seppur in grado inferiore, come, ad esempio, per quanto concerne tutte le offerte condizionate che non dovessero raggiungere, anche solo per una percentuale irrisoria, una ben determinata soglia condizionante stabilita dall'offerente, così non beneficiando del meccanismo correttivo⁽⁸⁴⁾.

Tale discriminazione, sebbene astrattamente fondata sulla scorta dei principi di proporzionalità ed adeguatezza dell'intervento regolatorio, si potrebbe giustificare solo in assenza di altri strumenti correttivi alla *pressure to tender* che non presentino i medesimi inconvenienti *pro-free riding*, ma, come verrà subito chiarito, così non è.

E' necessario però ribadire come l'investitore marginale sia perfettamente consapevole, proprio a causa della situazione di asimmetria informativa in cui si trova e dell'impossibilità di coordinarsi con gli altri oblati, della scarsa influenza che la propria adesione, isolatamente considerata, può avere sul successo complessivo dell'offerta⁽⁸⁵⁾. Ciò, peraltro, vale non solo per i piccoli investitori-risparmiatori, titolari di partecipazioni quantitativamente insignificanti, ma anche per coloro che detengono consistenti partecipazioni di minoranza; si è infatti correttamente osservato che anche se esistesse un “punto di non ritorno” in cui l'acquisto da parte del soggetto offerente di un'azione ulteriore potrebbe determinare una modificazione qualitativamente apprezzabile del controllo sulla società *target*, un qualsiasi azionista non sarebbe certo in grado di individuarlo⁽⁸⁶⁾, né di sapere con certezza se sia stato oltrepassato o meno.

E' allora proprio in base a questa consapevolezza che l'azionista oblato, nel momento in cui decide se aderire o meno, è naturalmente disinteressato all'influenza che la propria adesione può avere sull'esito complessivo dell'offerta, ma si preoccupa delle conseguenze delle proprie scelte esclusivamente in termini di benessere individuale, prendendo come unico parametro della propria scelta le prospettive di miglioramento della propria singola situazione economica contingente. In altre parole, anche se viene concessa la possibilità di esprimere la propria preferenza mediante l'adesione al primo *round*, il tipico investitore marginale non assegnerà a questa possibilità alcun valore.

Questo tipo di conclusione non è assolutamente influenzata dalla consapevolezza circa il possibile riaprirsi di una “seconda occasione” a seguito del raggiungimento di determi-

⁽⁸⁴⁾ V. NCTM, *Studio legale associato, Osservazioni*, (nt. 55), 4, che osserva come anche in un'OPA c.d. “incrementale”, in cui è già presente un soggetto titolare di una partecipazione superiore al 30%, il limitato incremento della partecipazione detenuta dall'*insider* senza che si realizzi un'ipotetica condizione di successo dell'offerta, può ridurre in maniera significativa la contendibilità della società e pregiudicare la posizione degli azionisti di minoranza. Basti infine considerare che nelle (poche) società italiane con capitale diffuso, il controllo di fatto dell'assemblea (ordinaria o straordinaria) può essere raggiunto mediante percentuali di capitale di gran lunga inferiori a quelle considerate per il configurarsi di un controllo di diritto.

⁽⁸⁵⁾ Cfr. BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice*, (nt. 6), 1798.

⁽⁸⁶⁾ Cfr. BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice*, (nt. 6), 1720.

nate “soglie di successo” dell’offerta. Per utilizzare una felice metafora: avvertire qualcuno che il giorno seguente potrebbe correre il rischio di vedersi puntata una pistola alla tempia non gli permetterà di compiere una scelta razionale in quel giorno, quando, come preannunciato, quel qualcuno si troverà sotto la minaccia della pistola⁽⁸⁷⁾; allo stesso modo, avvertire gli investitori che esiste la possibilità che il meccanismo della riapertura dei termini potrebbe non operare non li protegge in alcun modo dalla *pressure to tender*.

In conclusione, prevedere che la riapertura dei termini operi solo qualora durante il primo *round* siano state raggiunte determinate “condizioni di successo” trasforma il primo periodo di adesione in un vero e proprio *referendum* sulla bontà dell’offerta, in cui il voto positivo corrisponde all’adesione tempestiva e il voto negativo corrisponde all’attesa. Il problema è però che viene utilizzato un metodo di espressione delle preferenze non neutro, in quanto in caso di adesione tempestiva al primo *round* ad esso si ricollega un effettivo, seppur temporaneo, spossamento dei titoli. Ed infatti, se l’investitore è portato a ritenere che l’offerta raggiungerà le condizioni di successo nonostante la sua decisione, sarà automaticamente portato ad attendere il secondo *round* nella consapevolezza di aver sempre la possibilità di essere trattato come coloro che invece aderiscono tempestivamente; se invece ritiene che l’offerta fallirà nonostante la sua adesione, i costi di transazione connessi al mancato acquisto dei titoli eventualmente offerti in adesione al primo *round* - e dei quali ha quindi perso la disponibilità per un periodo di tempo - lo indurranno a non aderire ugualmente⁽⁸⁸⁾.

7.3. Le interferenze con l’obbligo di acquisto ex art. 108 T.U.F.. L’art. 50 RE e le ipotesi in cui il prezzo del sell-out deve essere pari a quello dell’offerta precedente. - L’obbligo di acquisto regolato all’art. 108 T.U.F., e la precedente disciplina delle offerte c.d. “residuali”, insieme alla disciplina delle OPA preventive parziali ex art. 107 T.U.F.⁽⁸⁹⁾, hanno costituito, anche prima dell’intervento della CONSOB, l’unico strumento *lato sensu* correttivo della *pressure to tender* presente nell’ordinamento italiano dei mercati finanziari⁽⁹⁰⁾.

Secondo il primo comma dell’art. 108 l’offerente che a seguito di un’OPA totalitaria si trovi a detenere una partecipazione almeno pari al 95% del capitale rappresentato da titoli ha l’obbligo di acquistare i restanti da chi ne faccia richiesta. Nel caso in cui sia poi raggiunta, in qualunque modo e quindi anche a prescindere dal lancio di un’offerta, una quota di capitale superiore al 90%, ma inferiore al 95%, del capitale rappresentato da titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, il secondo comma del medesimo art. 108 permette all’offerente di evitare l’obbligo di acquisto ripristinando entro novanta giorni “un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni”.

Per quanto riguarda il prezzo di acquisto, il terzo comma individua le ipotesi in cui esso deve corrispondere a quello dell’offerta precedente, richiedendo a tal fine che le soglie di capitale indicate dai commi precedenti siano raggiunte “esclusivamente a seguito di offerta pubblica totalitaria”, prevedendo poi per le offerte volontarie l’ulteriore condizione che all’offerente siano stati consegnati non meno del 90% del capitale con diritto di voto oggetto dell’offerta. Qualora infine dette condizioni non si verificano il quarto comma dispone che il corrispettivo al quale i titoli devono essere acquistati deve essere stabilito dalla

⁽⁸⁷⁾ Cfr. BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice*, (nt. 6), 1797.

⁽⁸⁸⁾ Cfr. BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice*, (nt. 6), 1798.

⁽⁸⁹⁾ Su cui v. *infra* il § 7.6.

⁽⁹⁰⁾ Cfr. anche il *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, 62, consultabile al sito http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf.

CONSOB considerando anche il prezzo di mercato dell'ultimo semestre o il corrispettivo dell'eventuale offerta precedente.

Tenendo a mente quanto appena osservato con riferimento al raggiungimento di "indici di successo" cui la CONSOB ha ritenuto di subordinare la riapertura dei termini, l'obbligo di acquisto, nel caso in cui si applichi il terzo comma dell'art. 108, non fa altro che prevedere un correttivo alla coazione a vendere che, qualora l'offerta precedente abbia raggiunto determinati "indici di successo", permette anch'esso agli oblati che non abbiano tempestivamente aderito all'offerta di beneficiare di un secondo *round* al medesimo prezzo di quello corrisposto agli "aderenti tempestivi". Gli "indici di successo" affinché possa operare l'obbligo di acquisto-riapertura dei termini sono però diversi per le offerte obbligatorie da un lato e per quelle volontarie dall'altro. Le prime "obbligano all'acquisto" successivo al medesimo prezzo dell'offerta precedente oppure, per utilizzare un'espressione più congeniale all'oggetto della presente ricerca, determinano una riapertura dei termini, sol che la partecipazione obbligante sia stata raggiunta dall'offerente esclusivamente mediante esse. Le seconde, invece, costituiscono presupposto obbligante alla duplice condizione che abbiano comportato il raggiungimento della partecipazione e che abbiano permesso all'offerente di acquistare più del 90% dei titoli muniti di diritto di voto oggetto dell'operazione. Ciò evidentemente in funzione di un giudizio sul loro diverso - e minore - grado di coercitività, dovuto soprattutto alla probabile qualità di *insider* del soggetto obbligato⁽⁹¹⁾.

Nei casi in cui invece le condizioni di cui all'art. 108³ non sussistano, s'è detto di come il nuovo art. 108⁴ T.U.F. si affidi alla CONSOB per determinare il prezzo di acquisto ponendo, a differenza di quanto previsto precedentemente in tema di OPA "residuali", come indici di riferimento non esclusivi ma necessari il corrispettivo dell'offerta precedente e il prezzo di mercato dei titoli nel semestre anteriore all'offerta. L'autorità regolatrice, in attuazione della delega contenuta nell'art. 108⁷, lett. c), T.U.F., da ultimo proprio con la medesima delibera 11731 del 2011 con cui sono stati inseriti i nuovi artt. 39-*bis* e 40-*bis*, ha quindi modificato l'art. 50 RE restringendo fortemente la propria discrezionalità e sostanzialmente ampliando i casi in cui l'offerente deve acquistare al corrispettivo dell'OPA precedente. Ed infatti, oltre alle ipotesi previste all'art. 108³ T.U.F. (*i.e.* offerte obbligatorie ed offerte volontarie con adesione non inferiore al 90%), il quarto comma dell'art. 50 prevede una corrispondenza tra il prezzo dell'OPA e quello del successivo obbligo di acquisto in tre ulteriori ipotesi: *i*) offerta preventiva parziale *ex art.* 107 T.U.F.; *ii*) offerta sottoposta a *voting requirement* *ex art.* 40-*bis*, 3° co., lett. d), RE mediante la quale l'offerente abbia ottenuto l'approvazione della maggioranza dei titolari; *iii*) offerta volontaria sottoposta al regime di riapertura dei termini che abbia raggiunto almeno il 50% di adesioni calcolate sui titoli oggetto dell'offerta stessa. Nell'ultimo caso la scelta di condizionare la corresponsione del medesimo prezzo dell'offerta precedente ad un "indice di successo" nella misura pari all'avvenuto acquisto della maggioranza dei titoli oggetto dell'offerta - "soglia" tra l'altro inferiore a quella del 70% contenuta nella precedente versione dell'art. 50 - persegue l'obiettivo di contemperare le esigenze di parità di trattamento degli oblati con la necessità di individuare un livello di adesioni sufficientemente "segnalatico" del successo dell'offerta. In tal modo, prevedendo degli indici oggettivi di successo dell'offerta, si è tentato di mitigare le conseguenze di quello che è stato definito un "atto di fiducia" compiuto dal legislatore nazionale, e prima ancora da quello comunitario, circa la congruità del

⁽⁹¹⁾ Su questo punto v. i §§ 4 e 4.1.

prezzo dell'offerta precedente da applicare anche all'obbligo di acquisto⁽⁹²⁾; fiducia che, qualora "non ben riposta", potrebbe comportare il permanere di rilevante sacche di coercitività senza che possano essere applicati i nuovi strumenti correttivi.

Nondimeno, con riferimento a tale ultimo profilo, va osservato che il prevedere un obbligo di acquisto al medesimo prezzo dell'offerta precedente non può che comportare costi di efficienza, derivanti perlopiù da problemi di azione collettiva, che devono essere presi seriamente in considerazione⁽⁹³⁾.

Chiariti i dettagli applicativi della fattispecie disegnata dall'art. 108 T.U.F., ben si comprende come la previsione di un obbligo di acquisto dovesse necessariamente essere coordinata con le nuove disposizioni in tema di contrasto alla *pressure to tender*, soprattutto nell'eventualità in cui la soglia del 90% di cui all'art. 108² T.U.F., che obbliga l'offerente a scegliere, secondo quanto già dichiarato nel documento di offerta, tra l'acquisto delle azioni residue ed il ripristino di un flottante appropriato, fosse superata al termine del primo *round*, con contestuale verificarsi delle condizioni stabilite dall'art. 40-bis¹⁻² RE per la riapertura dei termini⁽⁹⁴⁾. In una tale situazione, infatti, in assenza di una previsione specifica sarebbero risultati contemporaneamente applicabili sia l'obbligo di acquisto che il *second round requirement*. Sulla base di queste considerazioni la CONSOB, all'art. 40-bis³, lett. b), RE, ha ritenuto che l'obbligo di acquisto debba applicarsi nel solo caso in cui l'offerente abbia dichiarato nel proprio documento di offerta di voler procedere al *sell-out*, senza avvalersi della possibilità di ripristinare il flottante. In tutti gli altri casi, ossia nell'ipotesi in cui l'offerente abbia dichiarato la sua indisponibilità ad acquistare i titoli residui, impegnandosi a ripristinare il flottante, il secondo *round* avrà luogo; se infatti così non fosse la manifestata intenzione dell'offerente di ripristinare il flottante, oltre ad escludere l'operatività dell'obbligo di acquisto, impedirebbe anche l'applicazione della riapertura dei termini, con l'indesiderabile conseguenza che non opererebbe alcun correttivo alla coazione a vendere.

Per tirare le fila del discorso sui rapporti tra obbligo di acquisto e riapertura dei termini si può affermare che la CONSOB abbia basato la propria scelta regolatoria su di una asserita sovrapposibilità funzionale tra i due strumenti correttivi. Una tale comunanza di obiettivi, qualora sussistesse, imporrebbe, in forza di un elementare principio di proporzionalità, di evitare quanto più possibile la contemporanea applicazione dei due rimedi.

Sia però consentito dissentire sull'effettiva attitudine dell'obbligo di acquisto a mitigare in maniera apprezzabile il fenomeno della coazione a vendere, tanto da poterlo ritenere funzionalmente equivalente ai meccanismi del *second round* o del *voting requirement*. In primo luogo, la ricordata condizione di asimmetria informativa in cui versano gli investi-

⁽⁹²⁾ Cfr. STUDIO LEGALE GALBIATI, SACCHI, *Osservazioni* (nt. 66), 29, che rilevano come l'equiparazione del prezzo sia del *sell out* che dello *squeeze out* a quello della precedente OPA, già sancita per legge all'art. 108³ T.U.F. e a livello europeo dall'art. 15, § 5, secondo periodo della Dir. 2004/25/CE, "possa ritenersi soluzione regolamentare opportuna (in quanto va nella direzione di contrastare il *free rider problem*) a condizione che il sistema offra serie garanzie in ordine alla *fairness* (cfr. ancora l'art. 15, paragrafo 5 della Direttiva 2004/25/CE) del prezzo della precedente opa. L'atto di fiducia che ... il legislatore nazionale primario, su indicazione di quello comunitario, ha rivolto al mercato, considerando il prezzo della precedente offerta volontaria un prezzo *equo* per l'esclusione forzosa degli azionisti di minoranza, richiederebbe che venisse nel contempo posto rimedio alla attuale mancanza di presidi contro la *pressure to tender* nei casi di opa volontarie totalitarie per il controllo".

⁽⁹³⁾ Cfr. BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice*, (nt. 6), 1740 ss..

⁽⁹⁴⁾ Nel caso in cui tali ultime condizioni non dovessero verificarsi è evidente che all'offerente rimarrà la scelta tra l'obbligo di acquisto e il ripristino del flottante.

tori marginali non permette loro di formulare previsioni attendibili circa la possibilità per l'offerente di raggiungere le "soglie obbliganti" di cui all'art. 108 T.U.F.; soglie che, tra l'altro, essendo fissate in maniera rigida, discriminano irragionevolmente situazioni marginalmente molto simili⁽⁹⁵⁾. In secondo luogo, e malgrado il contemporaneo appena citato intervento sull'art. 50 RE, il prezzo dell'obbligo di acquisto non corrisponde in ogni caso, come invece accade per la riapertura dei termini, a quello dell'OPA precedente, con la conseguenza che la possibilità che, seppure in casi ormai divenuti residuali, il prezzo del *sell-out* possa essere inferiore a quello dell'offerta precedente, potrebbe avere ripercussioni negative sull'obiettivo di assicurare agli oblati una situazione di *undistorted choice*⁽⁹⁶⁾. Varrà in ogni caso chiarire come tali differenze di disciplina non sono assolutamente irragionevoli, ma dipendono dalla molteplicità, eterogeneità - e spesso reciproca conflittualità - delle finalità perseguite dall'obbligo di acquisto; si tratta infatti di uno strumento che, anche se da un lato è sicuramente diretto ad alleviare la pressione ad aderire e a favorire la corresponsione agli oblati di un corrispettivo congruo, dall'altro si preoccupa di non comportare un'immotivata crescita dei costi a carico dell'offerente⁽⁹⁷⁾, così che non appare certamente in grado di costituire una fungibile alternativa rispetto ai meccanismi introdotti con gli artt. 39-bis e 40-bis RE.

Nonostante quanto appena osservato, poi, a ben vedere una regolazione che assicurasse agli azionisti non aderenti, vuoi tramite una riapertura dei termini vuoi mediante un obbligo/diritto di acquisto, la possibilità di ottenere un prezzo pari a quello dell'OPA precedente, comporterebbe sistematicamente dei risultati contrari all'obiettivo di assicurare una situazione di *undistorted choice*, ossia di scelta razionale compiuta dagli oblati esclusivamente in base al loro giudizio sulla convenienza economica del prezzo offerto⁽⁹⁸⁾. Basti infatti considerare il caso⁹⁹ in cui il prezzo offerto sia, per ipotesi, pari a 100€ e che le valutazioni degli oblati circa il valore della società si situino tra gli 84€ e i 99€. Si ipotizzi inoltre che ogni azionista sia consapevole che le stime sono distribuite in questo arco di 15€, ma non sappia il *ranking* della sua stima in relazione alle altre. In una situazione ottimale, visto che le stime di tutti gli oblati sono minori rispetto al prezzo offerto, il *takeover* dovrebbe aver successo. Ciò però non è detto. Ed infatti, prendendo ad esempio il caso di un'azionista la cui stima soggettiva sia di 95€, costui dovrebbe rendersi conto che aderire o meno ha esattamente lo stesso risultato in termini economici, così che l'unica possibilità di un esito negativo in termini di benessere atteso è quello in cui l'offerta *fallisca*. Ma, penserebbe sempre il nostro ipotetico azionista, è ipotizzabile fallimento dell'offerta solo nel caso in cui la maggioranza degli altri oblati abbiano stime soggettive maggiori della sua o, addirittura, maggiori dello stesso prezzo offerto. In questo caso, ed in base ad un ragionamento "distorto", tutti gli azionisti marginali potrebbero essere indotti a rivedere al rialzo le proprie stime sull'*independent target's value*⁽¹⁰⁰⁾ e così determinare il fallimento di un'offerta astrattamente efficiente.

7.4. Le interferenze con la disciplina dettata all'art. 2505-bis c.c. per la fusione "semplificata". - Si è già accennato al problema di coordinamento che sussiste tra gli artt. 108 e 111

⁽⁹⁵⁾ Cfr. BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice*, (nt. 6), 1742.

⁽⁹⁶⁾ V. *supra* il § 1.

⁽⁹⁷⁾ Cfr. POMELLI, (nt. 4), nt. 131.

⁽⁹⁸⁾ Cfr. BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice*, (nt. 6), 1741-42.

⁽⁹⁹⁾ Tratto sempre da BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice*, (nt. 6), 1741.

⁽¹⁰⁰⁾ Per questa nozione v. *supra* il § 7.1.

T.U.F. in tema di obbligo di acquisto e diritto di acquisto e l'art. 2505-bis c.c.⁽¹⁰¹⁾, il quale concede un'esenzione dall'obbligo di fornire la relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio nel caso di "fusione per incorporazione di una o più società in cui un'altra possiede almeno il 90% delle .. azioni o quote", a condizione che "venga concesso agli altri soci dell'incorporata il diritto di far acquistare le loro azioni o quote dalla società incorporante per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso". La norma, com'è stato osservato, si inserisce in un più generale *leitmotiv* fatto proprio dalla riforma del diritto societario, la cui attenta considerazione, per i motivi sopra esposti⁽¹⁰²⁾, appare di particolare interesse, che ha scelto di privilegiare "in tutte le possibili ipotesi di conflitto fra le esigenze efficientistiche della maggioranza e quelle (di conservazione del valore del proprio investimento *nella società*) del socio di minoranza, le prime, aprendo - molto più frequentemente che nel passato - al secondo la strada del (puro e semplice) disinvestimento"⁽¹⁰³⁾. Varrà inoltre notare, con riferimento al dichiarato intento del presente contributo, che una siffatta opzione di fondo può ritenersi del tutto legittima e condivisibile a condizione che le *concrete modalità* con cui viene quantificato il "valore del disinvestimento" non permettano indebite espropriazioni a danno degli azionisti di minoranza.

Rivolgendo l'attenzione alla questione dell'interferenza con le regole dettate nell'ambito del T.U.F., si impone la seguente osservazione. Gli è infatti che, anche prescindendo dal fatto che lo strumento dell'obbligo di acquisto non lascia, per sua stessa natura, alcuno spazio a soluzioni alternative, imponendosi a tutela di interessi superiori, non si ritiene che i due strumenti assicurino il medesimo grado di tutela agli investitori marginali, prevedendo diversi meccanismi di quantificazione del corrispettivo. Come infatti già chiarito, mentre il corrispettivo in caso di recesso da società quotata a norma dell'art. 2437-ter³ c.c. deve essere determinato esclusivamente in base alla media aritmetica delle quotazioni del titolo nei sei mesi precedenti all'operazione legittimante il recesso stesso, di contro il prezzo offerto in caso di obbligo di acquisto, anche e soprattutto a seguito della citata recente modifica all'art. 50 RE, può in molti casi corrispondere a quello dell'OPA precedente che, come detto, è normalmente fissato dall'offerente in una misura leggermente maggiore a quella imposta dall'art. 2437-ter³ c.c.. Da ciò discende che, in mancanza di altre disposizioni⁽¹⁰⁴⁾, nell'ipotesi di raggiungimento della soglia del 90% del capitale con diritto di voto della società controllata la controllante dovrebbe in ogni caso essere obbligata all'acquisto ex art. 108² T.U.F.⁽¹⁰⁵⁾.

⁽¹⁰¹⁾ V. *supra* il § 2.2.. Sull'art. 2505-bis c.c. v. BRODASCA, sub art. 2505-bis c.c., in *Commentario alla riforma delle società* diretto da Marchetti e a., Milano, 2005, 997 ss.; MICCOLI, sub art. 2505-bis c.c., in SANDULLI-SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, 477 ss.; PERRINO, sub artt. 2505 e 2505-bis c.c., in NICCOLINI-STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, 1990 ss.; SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, Torino, 2004, 380 ss.; TAMBURINI, sub art. 2505-bis c.c., in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, 2572 ss..

⁽¹⁰²⁾ V. *supra* il § 1.

⁽¹⁰³⁾ V. SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni "semplificate" nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 2003, 907.

⁽¹⁰⁴⁾ Si vedrà tra breve che tale assunto è da ritenersi meramente teorico, almeno per quanto riguarda le esenzioni da OPA volontaria in caso di fusione.

⁽¹⁰⁵⁾ A favore di una siffatta conclusione milita anche quanto giustamente fatto presente da TAMBURINI, (nt. 101), 2573-2574, che osserva come la concessione ai soci di minoranza del diritto di *buy out* trovi il suo risvolto non solo nella dispensa dalla relazione degli esperti ex art. 2501-sexies c.c., ma anche in "una ampia libertà di determinare un concambio sfavorevole alle minoranze, con ciò attuando surrettiziamente qualcosa di molto simile allo *squeeze out* previsto, per le società quotate, dall'art. 111 T.U.F."; ma allora, proprio con riferimento alle società quotate, qualora si dovesse ritenere fungibile l'utilizzo dei due strumenti di estromissione

7.5. L'art. 49 RE e l'esenzione dall'OPA obbligatoria in caso di operazioni di fusione e scissione. Il whitewash assembleare. - Un'ulteriore profilo di coordinamento tra le discipline relative a offerte pubbliche di acquisto e fusioni è riscontrabile nell'art. 106⁵ T.U.F., emanato per recepire l'art. 4⁵ della direttiva 2004/25/CE, in base al quale è stato concesso agli Stati membri di derogare all'applicazione delle norme comunitarie "(i) introducendo tali deroghe nelle loro norme nazionali per tener conto di circostanze determinate a livello nazionale e/o (ii) conferendo alle loro autorità di vigilanza, nei casi di loro competenza, la facoltà di derogare a tali norme nazionali o per tener conto delle circostanze di cui al punto (i) o in altre circostanze specifiche, con l'obbligo, in quest'ultimo caso, di una decisione motivata". L'art. 106⁵ T.U.F., in attuazione della facoltà di cui al punto (ii) dell'art. 4⁵ della Direttiva OPA, ha così individuato quindi tutta una serie di "circostanze" nell'ambito delle quali la CONSOB è delegata ad individuare "casi" specifici in cui il superamento della soglia del 30% non fa scattare l'obbligo di offerta, tra l'altro indicando alla lett. e) le "operazioni di fusione o di scissione".

Inizialmente l'art. 49 RE, attuativo della sopra citata delega regolamentare, condizionava l'applicabilità dell'esenzione allo sfumato requisito della sussistenza di "esigenze di razionalizzazione o di sinergie industriali", senza poi precisare il proprio effettivo campo di applicazione con particolare riferimento all'ipotesi in cui l'operazione di fusione/scissione riguardasse non direttamente la società quotata ma un'altra società posta a monte della catena di controllo⁽¹⁰⁶⁾. In seguito, con delibera n. 13086 del 18 aprile 2001, il requisito subordinante l'applicabilità della disciplina fu modificato nel senso di una necessaria approvazione "in base ad effettive e motivate esigenze industriali, con delibera assembleare della società le cui azioni dovrebbero altrimenti essere oggetto di offerta". Ciò nonostante, il

rispettivamente previsti nel codice civile e nel testo unico della finanza, ciò comporterebbe la non auspicabile opportunità per i gruppi di controllo di ricorrere ad arbitraggi normativi basati sui sopra richiamati differenti criteri di determinazione del corrispettivo. Peraltro, lo stesso autore fa notare che l'esonero dalla relazione degli esperti in cambio della necessaria concessione del diritto di recesso potrebbe permettere agli amministratori della controllante di fissare un rapporto di cambio inaccettabile per gli azionisti di minoranza, così da costringerli a recedere ad un prezzo che, come detto, ben potrebbe essere inferiore rispetto a quello di un obbligo di acquisto ex art. 108 T.U.F.. Né varrebbe a tal proposito rifarsi al permanente obbligo per gli amministratori della controllante di redigere la relazione ex art. 2501-*quinquies* c.c., in base alla quale il rapporto di cambio deve essere illustrato e giustificato "sotto il profilo giuridico ed economico", il che permetterebbe agli investitori che ritenessero di aver subito in danno di ricorrere agli ordinari rimedi impugnatori e risarcitori di cui agli artt. 2377 ss. c.c.. La determinazione del rapporto di cambio è perverso frutto di una valutazione che, anche nella più semplice delle ipotesi, non può certo definirsi una scienza esatta, e come tale produce risultati applicativi il cui merito è difficilmente contestabile in giudizio. Il Tamburini porta poi l'esempio della nozione aziendalistica di "premio del controllo", in base al quale è del tutto legittimo assegnare alle partecipazioni di controllo - che, *per definitionem*, sussistono nell'ipotesi di fusione semplificata - un valore più che proporzionale rispetto alla quota del capitale sociale che esse rappresentano.

Contra v. MICCOLI, (nt. 101), 478, secondo il quale "la scelta relativa alla modalità di determinazione del corrispettivo per i soci di minoranza della società incorporanda («alla stregua dei criteri per il recesso») appare ragionevole e in grado di soddisfare la condizione dell'art. 28, lett. b) della direttiva, che richiede genericamente che «la contropartita (sia) corrispondente al valore delle loro azioni»"; *SANTAGATA, Le fusioni*, (nt. 101), 382, a giudizio del quale depongono a favore della fungibilità tra fusione semplificata e obbligo di acquisto "le modalità di determinazione del prezzo di acquisto del flottante da parte della Consob, alla quale l'offerente è tenuto a comunicare tutti gli elementi utili, con un'attestazione della società incaricata della revisione contabile che ne confermi, sotto la propria responsabilità, la congruità".

⁽¹⁰⁶⁾ La CONSOB, con Comunicazione interpretativa n. 47878 del 16 giugno 2000, aveva chiarito che l'esenzione poteva applicarsi solo all'ipotesi in cui l'operazione straordinaria riguardasse *direttamente* la società quotata.

permanere di un requisito di sfuggente individuazione come quello delle “ motivate esigenze industriali ” ha comportato problemi applicativi di non poco momento; è infatti difficilmente immaginabile un’operazione di fusione/scissione in cui tale ordine di esigenze sia manifestamente assente, tanto che l’esenzione in parola si è rilevata, per usare le parole della CONSOB, “ di applicazione pressoché automatica ”⁽¹⁰⁷⁾.

Sulla base di queste considerazioni, e riproponendo una soluzione già posta in consultazione nel 2001⁽¹⁰⁸⁾, la CONSOB ha modificato l’art. 49 RE abolendo la necessaria presenza di ragioni industriali a sostegno dell’operazione e prevedendo che l’operazione, fermi i *quorum* previsti dal codice civile per le operazioni straordinarie, debba essere approvata dall’assemblea della società quotata in cui si verifica il superamento della soglia rilevante anche con il voto favorevole della maggioranza degli *independent shareholders* presenti in assemblea, ossia di quei soci diversi dal socio detentore della partecipazione obbligante, dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, superiore al 10%⁽¹⁰⁹⁾, e dalle persone che agiscono di concerto con essi, c.d. *whitewash* assembleare. Inoltre, per evitare che il *whitewash* possa essere utilizzato in maniera ostruzionistica da sparute minoranze ben organizzate, è stato previsto un “ correttivo ” consistente nella possibilità per l’autonomia statutaria di determinare un *quorum* di efficacia del voto contrario delle minoranze fino alla misura massima del 7,5%. Si è quindi di fatto introdotto anche in questo caso un *voting requirement* analogo a quello già previsto all’art. 40-bis RE.

7.6. L’art. 107 T.U.F. ed il voting requirement in caso di OPA preventive parziali. – L’appena esposto meccanismo di *whitewash* diretto a salvaguardare gli azionisti di minoranza in caso di esenzione dall’OPA obbligatoria, così come quello di cui all’art. 40-bis³, lett. d), RE, diretto a mitigare gli effetti della *pressure to tender*, sono modellati su di uno strumento correttivo che nel nostro ordinamento era già previsto dall’art. 107 T.U.F.⁽¹¹⁰⁾ in tema di offerte preventive parziali. In base a tale disciplina il *raider* è dispensato dall’obbligo di lanciare un’offerta totalitaria qualora: **(i)** la partecipazione obbligante “ venga ad essere detenuta a seguito di un’offerta pubblica di acquisto o di scambio avente ad oggetto almeno il 60% dei titoli di ciascuna categoria ”; **(ii)** l’offerente e i soggetti che agiscono di concerto con esso non abbiano acquistato nei dodici mesi precedenti l’offerta partecipazioni in misura superiore all’1%; **(iii)** “ l’efficacia dell’offerta sia stata condiziona-

⁽¹⁰⁷⁾ Cfr. *Casi di esenzione dall’applicazione della disciplina dell’OPA obbligatoria*, all. 7 al Documento di consultazione del 6 ottobre 2010, 13.

⁽¹⁰⁸⁾ Cfr. *Documento di consultazione sulle modifiche al Regolamento Emittenti* del febbraio 2001, disponibile sul sito CONSOB.

⁽¹⁰⁹⁾ La precisazione si è imposta per far sì che il sistema risultasse coerente con la disposizione di cui all’art. 44-bis RE, contenente un’analoga possibilità di esenzione attraverso il *whitewash* che, in analogia a quanto previsto dall’art. 107 in tema di OPA residuale, esclude dal *quorum* per il voto autorizzativo dell’esenzione solo il socio che detenga una partecipazione di maggioranza superiore al 10%, onde non escludere il voto di coloro che detengano una partecipazione inferiore alla soglia individuata dall’art. 2359³ c.c., per cui si presume l’esercizio di un’influenza notevole.

⁽¹¹⁰⁾ Su cui v. CALLEGARI, sub art. 107, in COTTINO (a cura di), *Corporate Governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati*, Commentario al d. lgs. N. 58/98, in *Giur. it.*, 1998; CANNELLA, sub art. 107, in MARCHETTI-BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, Commentario, Milano, 1999; DRAGHI, sub art. 107, in ALPA-CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, 993; ENRIQUES, *Le o.p.a. preventive nel Testo unico in materia di intermediazione finanziaria: un primo commento*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 172; WEIGMANN, sub art. 107, in CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della finanza. Commentario*, II, Milano, 2002.

ta all'approvazione di tanti possessori di titoli che possiedano la maggioranza dei titoli stessi", sempre esclusi i titoli dell'offerente e, se diverso, dal socio di maggioranza in possesso di una partecipazione superiore al 10%, oltre che i soggetti che con essi agiscano di concerto; *(iv)* entro i dodici mesi successivi alla chiusura dell'offerta l'emittente non può compiere operazioni di fusione o scissione, ciò evidentemente per evitare che l'offerta preventiva possa essere utilizzata strumentalmente rispetto ad operazioni di riorganizzazione, tanto che la sanzione è individuata nell'obbligo di lanciare un'OPA totalitaria successiva⁽¹¹¹⁾. L'art. 48 del RE stabilisce poi che "l'approvazione dell'offerta prevista dall'articolo 107 del Testo unico è formulata con dichiarazione espressa su apposita scheda predisposta dall'offerente che può essere allegata al documento d'offerta. L'adesione all'offerta equivale a dichiarazione di approvazione se non accompagnata da una contraria manifestazione espressa di volontà". Pertanto, al fine di raggiungere il *quorum* richiesto, sono conteggiate sia le approvazioni espresse che quelle tacite previa adesione.

8. Conclusioni. Le ragioni di una preferenza per il voting requirement. - E' a questo possibile esporre le conclusioni cui si è pervenuti nell'ambito della presente ricerca: *(i)* il meccanismo correttivo della riapertura dei termini sconta molteplici difetti: *a)* favorisce inefficienti comportamenti di *free riding* da parte degli oblati; *b)* obbliga a stabilire, in caso di offerte incondizionate, degli "indici presuntivi di successo" dell'offerta che, per la loro stessa natura, non dispongono della necessaria duttilità applicativa, oltre a generare altri problemi di *free riding*; *(ii)* in generale, ogni meccanismo referendario che non distingue tra adesione all'offerta ed espressione di una valutazione sulla congruità del prezzo offerto favorisce comportamenti inefficienti; *(iii)* la CONSOB, consapevole di tali inconvenienti, si è vista costretta a limitare il campo di applicazione delle misure proposte alle sole offerte proposte da *insiders*, escludendo situazioni in cui, seppur in misura minore, il fenomeno si presenta in termini qualitativamente identici, così di fatto rinunciando a correggere fenomeni distorsivi ugualmente preoccupanti; *(iv)* il problema della *pressure to tender* deve essere affrontato sulla base della fondamentale premessa per cui l'unico metro di giudizio che guida gli investitori marginali oblati è quello relativo a guadagni/perdite attese dall'adesione o dalla mancata adesione; *(v)* l'obiettivo di assicurare una rivelazione delle preferenze degli oblati "*undistorted*" può essere più efficacemente perseguito facendo ricorso ad un meccanismo referendario che separi il momento dell'adesione da quello della votazione (c.d. *voting requirement*).

⁽¹¹¹⁾ Ciò perchè il *raider*, a seguito dell'offerta, potrebbe essere tentato dall'imporre ai soci di minoranza una fusione o una scissione sulla base di un rapporto di cambio sfavorevole, in tal modo ledendo la parità di trattamento degli azionisti.

9. Appendice normativa.

Takeover Code.

Rule 3.121

The board of the offeree company must obtain competent independent advice on any offer and the substance of such advice must be made known to its shareholders.

Rule 10

It must be a condition of any offer for voting equity share capital or for other transferable securities carrying voting rights which, if accepted in full, would result in the offeror holding shares carrying over 50% of the voting rights of the offeree company that the offer will not become or be declared unconditional as to acceptances unless the offeror has acquired or agreed to acquire (either pursuant to the offer or otherwise) shares carrying over 50% of the voting rights.

Rule 20.3

If the offer or potential offer is a management buy-out or similar transaction, the offeror or potential offeror must, on request, promptly furnish the independent directors of the offeree company or its advisers with all information which has been furnished by the offeror or potential offeror to external providers or potential providers of finance (whether equity or debt) for the buy-out.

Rule 31.4

After an offer has become or is declared unconditional as to acceptances, the offer must remain open for acceptance for not less than 14 days after the date on which it would otherwise have expired (see Rules 33.1 and 33.2). When, however, an offer is unconditional as to acceptances from the outset, a 14 day extension is not required but the position should be set out clearly and prominently in the offer document

..*

Règlement Général de l'AMF

Art. 231-19, 3° punto

La note en réponse de la société visée, dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF, mentionne : (...) 3° Le rapport de l'expert indépendant dans les cas prévus à l'article 261-1. La société visée peut, sous sa responsabilité, décider de ne pas mentionner certaines informations figurant dans le rapport de l'expert indépendant afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur (...).

Art. 232-4

Sauf si elle ne connaît pas une suite positive, toute offre réalisée selon la procédure normale est réouverte dans les dix jours de négociation suivant la publication du résultat définitif. La garantie du caractère irrévocable des engagements de l'initiateur,

mentionnée à l'article 231-13, concerne également la réouverture de l'offre. L'AMF publie le calendrier de réouverture de l'offre qui dure au moins dix jours de négociation.

Art. 261.1

I. - La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre. Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

1° Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre;

2° Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance;

3° Lorsque l'actionnaire qui la contrôle au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce n'apporte pas ses titres à une offre publique de rachat lancée par la société sur ses propres titres;

4° Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée;

5° Lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre;

6° Lorsque l'acquisition de la société visée est rémunérée par des instruments financiers mentionnés au 1° du II de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier donnant accès ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote de l'initiateur ou d'une société appartenant au groupe de l'initiateur, autres que des actions.

II. - La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en oeuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16

Wertpapierübernahmegesetz

Sez. 16

(...) In the case of a takeover bid, the shareholders of the target company who have not accepted the offer may accept the offer within two weeks of the publication referred to in section 23(1) sentence 1 no. 2 (additional acceptance period). Sentence 1 shall not apply if the offeror has made the offer subject to the acquisition of a minimum proportion of shares and such minimum proportion has not been achieved upon expiry of the acceptance period.(...)

Rule 14(d)-11

A bidder may elect to provide a subsequent offering period of three business days to 20 business days during which tenders will be accepted if:

- (a) the initial offering period of at least 20 business days has expired;
- (b) the offer is for all outstanding securities of the class that is the subject of the tender offer, and if the bidder is offering security holders a Choice of different forms of consideration, there is no ceiling on any form of consideration offered;
- (c) the bidder immediately accepts and promptly pays for all securities tendered during the initial offering period;
- (d) the bidder announces the results of the tender offer, including the approximate number and percentage of securities deposited to date, no later than 9:00 a.m. Eastern time on the next business day after the expiration date of the initial offering period and immediately begins the subsequent offering period;
- (e) the bidder immediately accepts and promptly pays for all securities as they are tendered during the subsequent offering period;
- (f) the bidder offers the same form and amount of consideration to security holders in both the initial and the subsequent offering period.

..*

Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010).

Art. 11³

“Qualora, in relazione a un’operazione di maggiore rilevanza, la proposta di deliberazione da sottoporre all’assemblea sia approvata in presenza di un avviso contrario degli amministratori o dei consiglieri indipendenti, le procedure, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile e salve le previsioni statutarie eventualmente richieste dalla legge, contengono regole volte ad impedire il compimento dell’operazione qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima voto contrario all’operazione. Le procedure possono prevedere che il compimento dell’operazione sia impedito solo qualora i soci non correlati presenti in assemblea rappresentino almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto, comunque non superiore al dieci per cento”.

..*

Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, così come modificato dalla delibera 17731 del 5 aprile 2011).

Art. 39 (Comunicato dell'emittente)

1. Il comunicato dell'emittente:[...]

- c) contiene ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e una valutazione motivata dell'organo di amministrazione e del consiglio di sorveglianza sull'offerta

stessa e sulla congruità del corrispettivo, con l'indicazione dell'eventuale adozione a maggioranza, e del nome dei dissenzienti e degli astenuti, specificando le motivazioni degli eventuali dissensi o astensioni. Nel comunicato è altresì fornita indicazione, anche in negativo, dell'eventuale partecipazione a qualunque titolo dei membri dell'organo di amministrazione e del consiglio di sorveglianza alle trattative per la definizione dell'operazione;

d) indica se l'emittente, nel giudizio sull'offerta, si sia avvalso di pareri di esperti indipendenti o di appositi documenti di valutazione; in tali ultime ipotesi sono indicate le metodologie utilizzate e le risultanze di ogni criterio impiegato;[...]

Art. 39-bis (Parere degli amministratori indipendenti)

1. Il presente articolo si applica nel caso di:

a) offerte aventi ad oggetto titoli promosse da:

1. soggetti che detengono una partecipazione superiore alla soglia prevista dall'articolo 106, comma 1, del Testo unico;
2. aderenti a un patto parasociale tra soggetti che detengono una partecipazione complessiva superiore alla medesima soglia indicata alla lettera a);
3. amministratori o consiglieri di gestione o di sorveglianza dell'emittente;
4. persone che agiscono di concerto con i soggetti indicati ai precedenti numeri 1, 2 e 3.

b) offerte aventi ad oggetto quote di fondi comuni di investimento chiusi promosse da:

1. soggetti che detengono più del trenta per cento delle quote del fondo;
2. il soggetto o i soggetti che detengono, anche congiuntamente, il controllo ovvero esercitano una influenza notevole sulla Sgr che gestisce il fondo;
3. amministratori o consiglieri di gestione o di sorveglianza della Sgr che gestisce il fondo;
4. persone che agiscono di concerto con i soggetti indicati ai precedenti numeri 1, 2 e 3;

c) offerte concorrenti a quelle indicate alle precedenti lettere a) e b).

2. Prima dell'approvazione del comunicato dell'emittente, gli amministratori indipendenti che non siano parti correlate dell'offerente, ove presenti, redigono un parere motivato contenente le valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo, potendosi avvalere, a spese dell'emittente, dell'ausilio di un esperto indipendente dagli stessi individuato. Tale parere, ove non integralmente recepito dall'organo di amministrazione, e l'eventuale parere dell'esperto indipendente sono resi noti ai sensi dell'articolo 39, commi 3, 6, 7 e 8".)

3. Nelle società che adottano il sistema dualistico, il parere previsto dal comma 2 è reso dal consigliere o dai consiglieri di gestione indipendenti che non siano parti correlate dell'offerente, ove presenti, ovvero da un comitato composto da consiglieri di sorveglianza indipendenti.

4. Nelle offerte promosse dai soggetti indicati nel comma 1, lettera a), n. 3, o da coloro che agiscono di concerto con essi, qualora gli stessi abbiano contratto debiti per l'acquisizione, l'offerente, senza indugio, comunica, agli amministratori indipendenti o ai soggetti indicati nel comma 3, previa richiesta di questi, le informazioni fornite ai finanziatori dell'offerta in relazione alla stessa, anche successivamente alla pubblicazione del parere previsto dal comma 2. Resta fermo quanto previsto nell'articolo 41.

Art. 40-bis (Riapertura dei termini dell'offerta)

1. Entro il giorno successivo alla data di pagamento, i termini delle offerte aventi ad oggetto titoli promosse dai soggetti indicati nell'articolo 39-bis, comma 1, lettera a), sono riaperti per cinque giorni qualora l'offerente, in occasione della pubblicazione dei risultati, comunichi:

- a) per le offerte la cui efficacia è condizionata all'acquisizione di una percentuale determinata del capitale sociale dell'emittente, il verificarsi della condizione ovvero la rinuncia alla stessa;
- b) per le offerte diverse da quelle di cui alla lettera a):
 - 1) di aver raggiunto una partecipazione superiore alla metà ovvero, qualora la partecipazione iniziale dell'offerente sia superiore alla metà e inferiore ai due terzi, ai due terzi del capitale sociale rappresentato da titoli; ovvero
 - 2) di avere acquistato almeno la metà dei titoli di ciascuna categoria oggetto dell'offerta.

2. La riapertura dei termini prevista dal comma 1 si applica alle offerte aventi ad oggetto quote di fondi comuni di investimento chiusi promosse da soggetti indicati nell'articolo 39-bis, comma 1, lettera b), qualora l'offerente, in occasione della pubblicazione dei risultati, comunichi:

- a) per le offerte la cui efficacia è condizionata all'acquisizione di una percentuale determinata delle quote del fondo, il verificarsi della condizione ovvero la rinuncia alla stessa;
- b) per le offerte diverse da quelle di cui alla lettera a), di avere acquistato almeno la metà delle quote del fondo oggetto dell'offerta.

3. La riapertura dei termini non si applica:

- a) qualora l'offerente, almeno cinque giorni prima della fine del periodo di adesione, renda noto al mercato il verificarsi delle circostanze indicate ai commi 1 e 2, lettere a) o b);
- b) qualora, nelle offerte aventi ad oggetto titoli, l'offerente, al termine del periodo di adesione, venga a detenere la partecipazione di cui all'articolo 108, comma 1, ovvero quella di cui all'articolo 108, comma 2, del Testo unico e, nel secondo caso, abbia dichiarato l'intenzione di non ripristinare un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni;
- c) alle offerte aventi ad oggetto titoli promosse ai sensi dell'articolo 107 del Testo unico;
- d) alle offerte previste dai commi 1 e 2, diverse da quelle promosse ai sensi dell'articolo 106, commi 1 e 3, del Testo unico, purché:
 - 1) l'offerente abbia condizionato irrinunciabilmente l'efficacia dell'offerta all'approvazione da parte di coloro che detengono la maggioranza dei titoli o di quote del fondo che sono portati in adesione all'offerta, senza tener conto delle approvazioni da parte di coloro che agiscono di concerto con l'offerente; e
 - 2) l'offerta riceva l'approvazione prevista nel numero 1, formulata su apposita sezione della scheda di adesione. L'adesione all'offerta equivale a dichiarazione di approvazione se non accompagnata da una contraria manifestazione espressa di volontà. L'approvazione è irrevocabile;
- e) nel caso di offerte aventi ad oggetto titoli emessi da società cooperative;
- f) in presenza di offerte concorrenti.

4. Nei casi di riapertura dei termini, il pagamento del corrispettivo è effettuato:
 - a) relativamente ai titoli e alle quote del fondo che hanno formato oggetto di adesione all'offerta prima della riapertura dei termini, alla data originariamente prevista nel documento d'offerta;
 - b) relativamente agli altri titoli o quote del fondo, non più tardi di dieci giorni successivi alla data indicata nella lettera a).

Art. 49 (Esenzioni)

1. L'acquisto non comporta l'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 del Testo unico se:

[...]g) è conseguente ad operazioni di fusione o scissione approvate con delibera assembleare della società i cui titoli dovrebbero altrimenti essere oggetto di offerta e, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile, senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi dal socio che acquista la partecipazione superiore alla soglia rilevante e dal socio o dai soci che detengono, anche di concerto tra loro, la partecipazione di maggioranza anche relativa purché superiore al 10 per cento;

2. Gli statuti possono prevedere che, ai fini del comma 1, lettera g), la maggioranza di soci contrari ivi indicata precluda l'esenzione solo ove rappresenti almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto, comunque non superiore al 7,5 per cento[...].

Art. 50 (Obbligo di acquisto)

1. Il soggetto tenuto all'obbligo di acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 2, del Testo unico comunica entro dieci giorni alla Consob e al mercato se intende ripristinare il flottante. La comunicazione non è dovuta ove già contenuta nel documento dell'offerta a cui è seguito il superamento della soglia rilevante.

2. Non costituisce ripristino del flottante la vendita di titoli con contestuale acquisto di strumenti finanziari che conferiscono posizioni lunghe sui medesimi titoli.

3. Con riguardo agli obblighi previsti dall'articolo 108, comma 2, del Testo unico, la società di gestione del mercato:

a) segnala alla Consob le società per le quali, in applicazione dei criteri generali predeterminati dalla stessa, può essere adottata una soglia superiore al 90 per cento, tenuto conto della necessità di assicurare un regolare andamento delle negoziazioni;

b) dà notizia dell'avvenuto ripristino del flottante.

4. Salvo quanto previsto dall'articolo 108, comma 3, del Testo unico, se l'obbligo di acquisto sorge a seguito di un'offerta pubblica volontaria, la Consob determina il corrispettivo in misura pari a quello di tale offerta, anche se l'offerente abbia acquistato a seguito dell'offerta stessa titoli che rappresentano meno del 90 per cento del capitale con diritto di voto compreso nell'offerta, qualora si tratti di:

a) un'offerta pubblica promossa ai sensi dell'articolo 107 del Testo unico;

b) un'offerta pubblica totalitaria prevista dall'articolo 40-bis, comma 3, lettera d), ovvero volontariamente assoggettata dall'offerente a tale disciplina, sempreché si sia verificata la condizione stabilita dal numero 2 della medesima lettera d);

c) un'offerta pubblica totalitaria soggetta alla disciplina di riapertura dei termini prevista dall'articolo 40-bis, comma 1, ovvero volontariamente assoggettata

dall'offerente a tale disciplina, sempreché, in entrambi i casi, ad essa sia stato conferito nella prima fase di durata dell'offerta almeno il 50 per cento dei titoli che ne costituivano oggetto.

5. Negli altri casi in cui l'obbligo di acquisto sia sorto a seguito di un'offerta pubblica, la Consob determina il corrispettivo dell'obbligo di acquisto tenendo conto:

- a) del corrispettivo dell'offerta precedente, anche alla luce della percentuale di adesioni;
- b) del prezzo medio ponderato di mercato dei titoli oggetto dell'offerta nel semestre individuato ai sensi dell'articolo 108, comma 4, del Testo unico;
- c) del valore attribuito ai titoli o all'emittente da rapporti valutativi eventualmente esistenti, predisposti non oltre sei mesi prima del sorgere dell'obbligo di acquisto, da esperti indipendenti, secondo criteri generalmente utilizzati nell'analisi finanziaria;
- d) di eventuali altri acquisti di titoli della medesima categoria nel corso degli ultimi dodici mesi da parte del soggetto tenuto all'obbligo di acquisto o da soggetti operanti di concerto con lui.

6. Nel caso in cui la precedente offerta prevedesse un corrispettivo rappresentato in tutto o in parte da titoli:

- a) il valore di tale corrispettivo ai fini dei commi 4, lettera a), e 5, è determinato valorizzando i titoli offerti in scambio sulla base della media ponderata dei prezzi ufficiali rilevati nei cinque giorni precedenti la data di pagamento dell'offerta. Nel caso in cui i titoli offerti in scambio non fossero quotati, ai medesimi fini si applica la valutazione indicata dall'offerente in occasione della precedente offerta;
- b) alle ipotesi previste dal comma 4, lettere b) e c), si applica l'articolo 50-bis.

7. Nel caso in cui l'obbligo di acquisto non sia sorto a seguito di un'offerta pubblica, il corrispettivo è stabilito dalla Consob sulla base del maggiore tra:

- a) il prezzo più elevato previsto per l'acquisto di titoli della medesima categoria nel corso degli ultimi dodici mesi da parte del soggetto tenuto all'obbligo di acquisto o da soggetti operanti di concerto con lui;
- b) il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi sei mesi prima del sorgere dell'obbligo di acquisto.

8. Qualora non siano disponibili almeno due degli elementi indicati nel comma 6 ovvero non sia disponibile anche uno solo degli elementi indicati nel comma 7, il prezzo è determinato anche sulla base del patrimonio netto rettificato a valore corrente e dell'andamento e prospettive reddituali dell'emittente.

9. Ai fini della determinazione del corrispettivo ai sensi dei commi precedenti:

- a) la percentuale di adesioni all'offerta viene determinata:
 - (i) sottraendo, sia dal numero di titoli oggetto di offerta sia dal numero di titoli apportati alla stessa, i titoli apportati da parti correlate dell'offerente nel periodo intercorrente fra la data di annuncio dell'offerta e quella di conclusione della stessa;
 - (ii) computando anche eventuali acquisti effettuati dall'offerente al di fuori di un'offerta totalitaria durante il periodo di adesione, a condizione che siano state rispettate le previsioni contenute negli articoli 41 e 42;
- b) il prezzo medio di mercato potrà essere calcolato con riferimento ad un diverso periodo ritenuto appropriato dalla Consob qualora nel corso del semestre si siano

verificate circostanze da cui sia desumibile una scarsa significatività delle quotazioni rilevate sul mercato.

10. Il soggetto tenuto all'adempimento dell'obbligo di acquisto trasmette alla Consob, entro dieci giorni lavorativi dal sorgere dell'obbligo:

- a) la richiesta di determinazione del corrispettivo contenente, altresì, l'indicazione del numero di adesioni all'eventuale offerta precedente provenienti da soggetti qualificabili come parti correlate ai sensi del comma 9;
- b) nei casi previsti dal comma 5, ove esistenti, i rapporti valutativi di cui alla lettera c);
- c) nei casi previsti dai commi 5 e 7, un riepilogo delle operazioni effettuate negli ultimi dodici mesi prima del sorgere dell'obbligo di acquisto;
- d) nei casi previsti dal comma 8, una valutazione dell'emittente, riferita a data non antecedente di oltre sei mesi rispetto al sorgere dell'obbligo di acquisto, predisposta dal soggetto tenuto all'adempimento dell'obbligo secondo criteri generalmente utilizzati nell'analisi finanziaria, appropriati in funzione delle peculiarità dell'emittente e del relativo settore di appartenenza; la valutazione in questione è corredata dalla descrizione analitica delle metodologie adottate, dei relativi risultati, delle ipotesi sottostanti e dei valori attribuiti ai vari parametri.

11. La Consob provvede alla determinazione del corrispettivo con propria delibera entro trenta giorni lavorativi dalla ricezione degli elementi indicati nel comma 10; nel caso in cui gli elementi forniti siano incompleti ovvero siano necessarie delle integrazioni, tale termine è sospeso fino alla data in cui pervengono alla Consob gli elementi mancanti o quelli integrativi.