



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO

CORSO DI DOTTORATO IN DIRITTO PRIVATO, COMPARATO,
PROCESSUALE CIVILE E DELL'IMPRESA
Ciclo XXXIII – Curriculum di diritto commerciale e industriale

IL PREZZO DELL'OPA OBBLIGATORIA: PROBLEMI E RIMEDI

TESI DI DOTTORATO DI:

Federica Cadorin

Tutor:

Chiar.mo Prof. Marco Maugeri

Referente del curriculum:

Chiar.mo Prof. Roberto Sacchi

Coordinatore del dottorato:

Chiar.ma Prof.ssa Maria Teresa Carinci

A.A. 2019/2020

Sommario

L'OPA OBBLIGATORIA NELLA REGOLAZIONE DEL MERCATO DEL CONTROLLO	5
1. Premessa	5
2.1 L'OPA obbligatoria come limite all'autonomia negoziale.	8
2.2 L'OPA obbligatoria come strumento di tutela degli azionisti di minoranza: la redistribuzione del premio di controllo.	11
2.3 (segue) la perdita di contendibilità e il diritto all' <i>exit</i> a condizioni non penalizzanti.	17
2.4 (segue) il contenimento della coazione razionale a vendere.	21
2.5 L'OPA obbligatoria come presidio dell'efficienza del mercato del controllo societario.	25
2.5.1 <i>Le esternalità negative nelle società con proprietà concentrata.</i>	27
2.5.2 <i>I problemi di azione collettiva nelle società ad azionariato diffuso.</i>	28
2.5.3 <i>Certezza del diritto e overdeterrence.</i>	30
2.6 Complementarietà tra le due prospettive.....	32
IL RUOLO DELLA HIGHEST PRICE PAID RULE.....	34
1. La centralità dei criteri di determinazione del prezzo nella disciplina dell'OPA obbligatoria e nella tutela degli interessi protetti.....	34
2.1 La regola del prezzo più alto pagato come espressione del principio di parità di trattamento: critica.....	36
2.2 (segue) trattamento equivalente e <i>best price rule.</i>	40
3.1 Il contributo della <i>highest price paid rule</i> nella funzione di filtro contro le operazioni inefficienti: prevedibilità del costo massimo dell'operazione.....	42
3.2 (segue) il prezzo più alto come prezzo "equo".....	44
3.3 Le inefficienze connesse all'utilizzo di criteri ibridi di determinazione del prezzo d'offerta. ..	46
4.1 Il riferimento al prezzo (più alto) pagato in presenza di acquisti a titolo oneroso: la rilevanza dell'equilibrio contrattuale nella determinazione del valore di scambio della partecipazione.....	48
4.2 Il criterio suppletivo del «prezzo medio ponderato di mercato» in assenza di acquisti a titolo oneroso.....	52
5.1 Ulteriori elementi che incidono sulla determinazione del corrispettivo: le categorie di titoli. .	55
5.2 (segue) il periodo rilevante.	59
5.3 (segue) gli acquisti effettuati dalle persone che agiscono di concerto.	62
5.4 (segue) la previsione di un corrispettivo in titoli.....	65
6. L'individuazione del "prezzo più alto pagato".....	69

<i>LE DEVIAZIONI DALLA HIGHEST PRICE PAID RULE: CASISTICA E RIMEDI</i>	73
Sezione Prima: La rettifica del corrispettivo d’offerta ad opera della Consob	73
1.1 La modifica del prezzo d’offerta nelle previsioni della direttiva OPA e del Testo Unico della Finanza	73
1.2 Le fattispecie rilevanti: eventi eccezionali e fondato sospetto di manipolazione.	78
1.3 (segue) le «particolari operazioni di compravendita».	88
1.4 (segue) la pattuizione per l’acquisto di titoli.	94
1.5 (segue) la collusione fra l’offerente e uno o più venditori.	96
1.5.1 <i>Gli elementi costitutivi della fattispecie collusiva: la pluralità di accordi e il collegamento negoziale</i>	101
1.5.2 (segue) <i>il travaso di valori</i>	106
1.5.3 (segue) <i>parti dell’operazione ed elemento soggettivo</i>	110
1.5.4 <i>La ratio della modifica del corrispettivo d’offerta in caso di collusione</i>	117
1.5.5 <i>Particolari ipotesi riconducibili alla nozione di collusione: la partecipazione al nuovo progetto imprenditoriale della target da parte solo di alcuni azionisti</i>	118
1.5.6 (segue) <i>la permuta di titoli</i>	122
2.1 Una sintesi delle indicazioni provenienti dall’analisi delle fattispecie rilevanti: la deviazione formale dalla <i>highest price paid rule</i> come strumento per ripristinare, sul piano sostanziale, il funzionamento della regola nella prospettiva dell’efficienza del mercato del controllo societario.	128
2.2 La natura non sanzionatoria del provvedimento di modifica verso l’alto.	132
3.1 Il potere della Consob di correggere il prezzo dell’OPA obbligatoria: discrezionalità tecnica e discrezionalità amministrativa.	138
3.2 «Tutela degli investitori» ed efficienza del mercato del controllo societario.	144
Sezione Seconda: La tutela degli investitori oltre la rettifica del corrispettivo d’offerta	154
4. Le esigenze di tutela insoddisfatte.	154
5. L’applicabilità dell’art. 110 t.u.f. alle ipotesi di cui all’art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f.: profili problematici.	157
6. Le misure sanzionatorie applicabili in casi specifici come disincentivi all’elusione della regola del prezzo più alto pagato da parte dell’offerente: repressione degli abusi di mercato e controllo sul documento d’offerta.....	166
7.1 La responsabilità risarcitoria: profili generali.	172
7.2 OPA obbligatoria e <i>private enforcement</i> . Il caso Sai – Fondiaria.	173

7.3 (segue) Il contributo del <i>private enforcement</i> al perseguimento dell'efficienza del mercato del controllo societario.	177
7.4 La problematica configurazione di un danno risarcibile tra "nuova responsabilità civile" e danno da informazione finanziaria inesatta.	180
Conclusioni	189
Bibliografia	196

Capitolo I

L'OPA OBBLIGATORIA NELLA REGOLAZIONE DEL MERCATO DEL CONTROLLO

1. Premessa

Il mercato del controllo societario delle imprese con titoli quotati è oggetto di una disciplina pervasiva, che si colloca nell'intersezione tra il diritto societario e il diritto dei mercati finanziari¹. Negli ordinamenti europei, perno di tale disciplina è l'istituto dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, la cui previsione rappresenta la più significativa scelta di politica legislativa della direttiva 2004/25/CE².

Sull'opportunità di questa scelta è sorto, già prima dell'avvento della direttiva OPA, un dibattito straordinariamente fecondo e vivace, che non può dirsi ancora sopito. In effetti, imponendo la promozione di un'offerta totalitaria a chiunque consegua una partecipazione sufficientemente consistente in una società quotata, l'ordinamento pone un incisivo limite non solo alla libertà negoziale degli operatori³, ma anche alla contendibilità del controllo societario⁴. Simili considerazioni hanno aperto la strada alle più ampie riflessioni sulla giustificazione teorica dell'istituto, nell'ambito delle quali sembra possibile individuare due impostazioni di fondo: a una prima,

¹ Cfr. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, 2018, 92; ID, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. comm. int.*, 1998, 66; GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche di acquisto in Italia e negli USA*, Giuffrè, 2007, 211; nel senso che nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto emerge lo stretto rapporto tra diritto delle società e diritto dei mercati finanziari, cfr. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 800.

² Così GATTI, *Upsetting Deals and Reform Loop: Can Companies and M&A Law in Europe Adapt to the Market for Corporate Control?*, in *Columbia Journal of European Law*, 2019, 44. Con riferimento soprattutto all'ordinamento italiano, cfr. ANGELICI, *Le società per azioni. I. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo e continuato da Mengoni e Schlesinger, Giuffrè, 2012, 547, nonché MOSCA, *Le OPA obbligatorie*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, Zanichelli, 2020, 1400.

³ In questo senso, fra gli altri, GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, Giuffrè, 2004, 140; F. M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, in *Trattato di diritto Commerciale* fondato da Buonocore, diretto da Costi, Giappichelli, 2014, 134; DAVIES - HOPT - RINGE, *Control Transactions*, in *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, a cura di Kraakman et al., Oxford, 2017, 228.

⁴ In tema si rinvia a COSTI, (nt. 1), 94; ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori: la disciplina dell'OPA obbligatoria*, Il Mulino, 2002, 32; F. M. MUCCIARELLI, (nt. 3), 137.

tradizionale, ricostruzione, imperniata sulle esigenze di tutela degli azionisti di minoranza, variamente declinate⁵, se ne è infatti aggiunta una seconda, per così dire, efficientistica, che ha considerato prevalentemente l'impatto dell'istituto sul funzionamento del mercato di controllo societario⁶.

In questo quadro, la regola che impone all'offerente di riconoscere a tutti gli azionisti della società *target* un prezzo pari al più elevato pagato per conseguire la partecipazione rilevante è stata riguardata ora come mero corollario del principio di parità di trattamento, a cui la disciplina dell'OPA obbligatoria sarebbe ispirata, ora come presidio della libertà di scelta degli oblati; pur nella varietà delle posizioni assunte dagli studiosi, la previsione in questione è rimasta a lungo sullo sfondo del dibattito intorno al più generale obbligo di promuovere un'offerta al ricorrere di determinate condizioni. Questa tendenza non solo ha ostacolato la comprensione degli elementi che incidono sulla determinazione del corrispettivo dell'OPA obbligatoria, ma ha altresì indotto a sottostimare la reale portata della *highest price paid rule* nella regolamentazione del mercato del controllo.

Per avere un'idea della rilevanza pratica della questione, si consideri, invece, che la disciplina dell'offerta obbligatoria rende le acquisizioni del controllo societario virtualmente molto costose, poiché richiede a chi si trovi a detenere una certa partecipazione nel capitale sociale della *target* di mettersi nelle condizioni di acquistare la totalità dei titoli residui a un prezzo predeterminato, tendenzialmente superiore al loro valore di mercato⁷. In un simile contesto, il potenziale offerente ha

⁵ Tra le diverse teorie ispirate a una logica di protezione degli azionisti di minoranza, oggetto di approfondimento nelle prossime pagine, alcune rintracciano la *ratio* dell'OPA obbligatoria nell'obiettivo di redistribuire il premio eventualmente pagato dall'offerente al venditore della partecipazione di controllo (*infra*, § 2.2), altre nella necessità di assicurare agli investitori un diritto di *exit* a condizioni non penalizzanti (*infra*, § 2.3), altre ancora nell'esigenza di salvaguardare la libertà di scelta degli oblati (*infra*, § 2.4).

⁶ Per l'impostazione in questi termini del problema teorico, si veda il fondamentale lavoro di BEBCHUK, *Efficient and inefficient sales of corporate control*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1994, 957.

⁷ Cfr. COSTI, (nt. 1), 94; VENTORUZZO, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political Economic Ends*, in 41 *Tex. Int'l L.J.*, 2006, 192 e F. M. MUCCIARELLI, (nt. 3), 150.

tutto l'interesse a strutturare l'operazione in modo tale da minimizzarne i costi complessivi⁸. La prassi, allora, ha portato all'emersione di varie modalità operative per consentire la riduzione dei costi di acquisizione, pur nel formale rispetto delle norme in materia di OPA obbligatoria⁹. La compatibilità di tali pratiche con la regola del prezzo più alto pagato, a causa di una comprensione solo parziale del suo funzionamento, è stata oggetto di una valutazione "caso per caso", con esiti non sempre coerenti¹⁰.

Il presente lavoro si inserisce, allora, nel dibattito appena descritto, focalizzandosi sulle problematiche sottese alla *highest price paid rule*, il cui fondamento è ricercato mettendo in relazione le dinamiche di formazione dei prezzi delle partecipazioni azionarie con le finalità della regolamentazione e tenendo conto di tutte le previsioni che, in concreto, possono influire sull'applicazione della regola.

In effetti, solo a partire dalla piena cognizione del significato del corrispettivo nel contesto di un'OPA obbligatoria è possibile comprendere le ragioni per cui l'ordinamento ammette che lo stesso possa essere modificato dall'autorità di vigilanza in particolari circostanze¹¹. A ben vedere, infatti, tali circostanze si riconnettono a specifiche ipotesi di deviazione dalla normale operatività della *highest price paid rule*, le quali possono verificarsi a causa di anomalie nella negoziazione dei titoli o dipendere dalla struttura stessa dell'operazione in cui si inserisce l'acquisto della partecipazione di controllo.

A partire da un'analisi unitaria dei presupposti per la rettifica del prezzo d'offerta, verso l'alto o verso il basso, sarà, allora, possibile ricavare alcune indicazioni sulla

⁸ In questo senso si veda, con specifico riferimento all'OPA "collusiva", F. M. MUCCIARELLI, *La rideterminazione del prezzo dell'opa: il Consiglio di Stato ridimensiona i poteri della Consob* (nota a Cons. Stato, 9 novembre 2018), in *Giur. comm.*, 2020, II, 557.

⁹ Le vicende più note attengono alle ipotesi di "collusione" tra l'offerente e i venditori della partecipazione di controllo, ex art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f., che saranno oggetto di analisi nel cap. III.

¹⁰ Per un quadro dei provvedimenti Consob in materia, cfr. RAINELLI, *Opa obbligatoria: rassegna degli orientamenti Consob*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 631.

¹¹ Cfr. art. 5, § 4, secondo alinea direttiva 2004/25/CE e art. 106, comma 3, lett. c) e d) t.u.f.

natura del potere che la Consob è chiamata ad esercitare in simili ipotesi, finalizzato non già a sanzionare l'offerente, bensì a ripristinare l'operatività della regola del prezzo più alto pagato. In questo contesto, sarà necessario interrogarsi sull'esistenza di un ambito di discrezionalità propriamente amministrativa in capo all'autorità di vigilanza nell'esercizio di tale potere, con la consapevolezza che dalla posizione che si ritiene di assumere in proposito discendono rilevanti implicazioni sia sul piano teorico, sia sul piano applicativo. In effetti, dall'affermazione del carattere vincolato o, invece, discrezionale del provvedimento di rettifica dipende la definizione del contenuto dell'obbligo dell'offerente di promuovere un'OPA "al prezzo più alto pagato" e del correlativo diritto degli azionisti di minoranza a riceverla, con conseguenze sugli strumenti di reazione esperibili in caso di deviazione dalla *highest price paid rule*.

Tali strumenti saranno analizzati nell'ultima parte del lavoro, con lo sguardo rivolto non solo alle sanzioni che la Consob è chiamata ad applicare, ma anche ai rimedi di diritto comune rimessi all'iniziativa privata dei singoli azionisti, qualora la condotta dell'offerente abbia leso il loro interesse a ricevere un'offerta al prezzo "equo". L'esame delle forme di tutela disponibili in simili ipotesi fornirà lo spunto per approfondire il tema dell'interazione fra *public* e *private enforcement* nella regolazione del mercato, anche dal punto di vista dell'efficienza complessiva del sistema.

Prima di affrontare l'analisi delle questioni richiamate, tuttavia, sembra opportuno ricostruire le origini del dibattito sulla *ratio* dell'obbligo di OPA, confrontando le principali teorie elaborate in proposito, con l'intento di individuare, fra le diverse chiavi di lettura proposte, quella che può contribuire nel modo più proficuo all'indagine intorno alla regola del prezzo più alto pagato. Solo muovendo da tale inquadramento, infatti, sarà possibile di rintracciare gli interessi alla cui tutela la disciplina si rivolge e di circoscrivere gli obiettivi di politica legislativa perseguiti per il suo tramite.

2.1 L'OPA obbligatoria come limite all'autonomia negoziale.

Per effetto dell'OPA obbligatoria, chiunque superi determinate soglie di partecipazione nel capitale della società *target* incorre nell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità dei titoli residui, a un prezzo individuato, appunto, dalla *highest price paid rule*. In questo caso, la legge non si limita a disciplinare le modalità e le tempistiche dell'offerta, ma si spinge a imporre la conclusione di un contratto¹², di cui identifica l'oggetto e le parti¹³. Con ogni evidenza, l'autonomia negoziale del potenziale offerente ne risulta, se non soppressa¹⁴, comunque significativamente limitata¹⁵.

Mentre un certo grado di compressione della libertà contrattuale degli operatori è connaturato a qualsiasi intervento legislativo volto a regolamentare il mercato del controllo societario¹⁶, il ricorso allo strumento del "contratto imposto"¹⁷ risponde a una precisa scelta di politica legislativa¹⁸, comune alla maggior parte dei sistemi giuridici, ma non alla totalità degli stessi¹⁹. In questo senso, la semplice constatazione

¹² Cfr. DAVIES - HOPT - RINGE, (nt. 3), 228: «The mandatory bid rule does not simply structure an offer the acquirer wishes in principle to make, but requires a bid in a situation where the acquirer might prefer not to make one at all».

¹³ Ai sensi dell'art. 106, commi 1 e 2, t.u.f., l'offerta è rivolta a «tutti i possessori di titoli» sulla «totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato» e il prezzo non è inferiore «a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, per acquisti di titoli della medesima categoria». Per quanto attiene all'oggetto dell'offerta, LENER, *Le offerte obbligatorie*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. Stella Richter jr., Giappichelli, 2011, 171, si esprime nel senso di "doppia obbligatorietà", con riferimento al quantitativo di titoli, da un lato, e al prezzo d'offerta, dall'altro.

¹⁴ Lo scalatore, infatti, è pur sempre libero di mantenere la propria partecipazione al di sotto delle soglie rilevanti, ovvero, qualora si accinga a superarle, di stabilire, sia pure non unilateralmente, il corrispettivo massimo a cui è disposto ad acquistare i titoli oggetto dell'offerta (sul punto si rinvia al cap. II, §§ 3.1 s.). Inoltre, la libertà contrattuale del potenziale offerente è tutelata da quelle previsioni che escludono il sorgere dell'obbligo nelle ipotesi in cui il superamento della soglia è riconducibile a fatti indipendenti dalla volontà del soggetto (art. 106, comma 5, lett. c) t.u.f.).

¹⁵ In questo senso, fra gli altri, GATTI, (nt. 3), 140; F. M. MUCCIARELLI, (nt. 3), 134; MAUGERI, *O.p.a. obbligatoria ed esenzione "endogrupo"*, in *Riv. soc.*, 2018, 1417, nota 8.

¹⁶ Cfr. GATTI, (nt. 3), 3 e 168.

¹⁷ Così GATTI, (nt. 3), 142.

¹⁸ È opportuno segnalare, tuttavia, che in contrasto con quanto esposto nel testo, è stato sostenuto che l'istituto «sia venuto diffondendosi, nei paesi dell'area atlantica, in modo confuso, più per il gusto dell'imitazione reciproca o per delle esigenze equitative che non in virtù di una rigorosa e ben compresa dottrina giuridica» (così WEIGMANN, *Le Offerte pubbliche d'acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Giappichelli, 1993, 501).

¹⁹ Cfr. DAVIES - HOPT - RINGE, (nt. 3), 228.

che tale tecnica di regolamentazione sia estranea alla quasi totalità degli ordinamenti statali statunitensi²⁰ appare sufficiente per escludere che la sua adozione rappresentasse l'unica opzione normativa disponibile al momento dell'approvazione della direttiva OPA, che, come noto, ha esteso a tutti i paesi dell'Unione il regime, di derivazione anglosassone²¹, della *mandatory bid rule*.

Proprio perché non inevitabile, la previsione dell'obbligo di offerta richiede un'adeguata giustificazione teorica. Un sacrificio tanto intenso della libertà contrattuale di quanti intendono acquisire il controllo di una società quotata, infatti, può essere tollerato solo ove lo stesso risulti necessario a tutelare interessi che si ritengano prevalenti. La stessa direttiva OPA, nella consapevolezza di una simile esigenza, inserisce nel preambolo un generico riferimento alla necessità di proteggere gli azionisti di minoranza in caso di acquisizione del controllo societario, proprio al fine di legittimare l'imposizione di un obbligo di OPA totalitaria²².

Alla tutela degli azionisti di minoranza, nelle sue diverse declinazioni, si richiamano, in effetti, la maggior parte delle ricostruzioni teoriche sul fondamento dell'OPA obbligatoria. Tuttavia, è opportuno precisare sin d'ora che l'istituto non si presta a essere ricondotto a una *ratio* unitaria, per quanto ampia; al contrario, esso assolve a funzioni diverse a seconda del contesto, proprietario e di *governance*, in cui opera²³.

²⁰ In proposito si vedano, fra gli altri, SCHUSTER, *The Mandatory Bid Rule: Efficient, After All?*, in 76 *Mod. L. Rev.*, 2013, 536 e nota 50; VENTORUZZO, (nt. 7), 214.

²¹ Per l'evoluzione della disciplina nel Regno Unito, si rinvia a LES, *Takeover bids in Britain before 1950: an exercise in business "pre-history"*, in 16 *Business History*, 1974, 65 e PRENTICE, *Take-Over Bids - The City Code on Take-Over and Mergers*, in 18 *McGill L. J.*, 1972, 387.

²² Cfr. direttiva 2004/25/CE, nono considerando: «È opportuno che gli Stati membri adottino le misure necessarie per tutelare i possessori di titoli, in particolare quelli con partecipazioni di minoranza, quando è stato acquisito il controllo delle loro società. Gli Stati membri dovrebbero assicurare tale tutela obbligando chiunque acquisisca il controllo di una società a promuovere un'offerta rivolta a tutti i possessori di titoli di tale società, proponendo loro di acquisire la totalità dei loro titoli ad un prezzo equo definito in comune». Tale finalità è ribadita, inoltre, all'art. 5, par. 1, rubricato, appunto, «Tutela degli azionisti di minoranza; offerta obbligatoria e prezzi equi».

²³ Cfr. GATTI, (nt. 2), 44 («the MBR happens to be *the way* in which M&A laws throughout the E.U. primarily handle the main issues raised by different ownership structures», corsivo nel testo), ove l'Autore, più che evidenziare la versatilità dell'istituto, mette in discussione la scelta dell'ordinamento di affidarsi ad esso per ovviare a tutti i problemi che possono sorgere in relazione alle operazioni sul controllo societario.

Anche per questa ragione, gli sforzi tesi a individuare una logica unitaria dietro la previsione dell'obbligo in questione sono destinati all'insuccesso, come ampiamente confermato dall'insanabile contrasto di opinioni che tuttora si registra in proposito²⁴. In questa sede, allora, si darà conto dei principali argomenti invocati per giustificare il meccanismo dell'OPA obbligatoria, verificandone la tenuta alla luce della complessità degli interessi coinvolti dalle modificazioni del controllo societario.

2.2 L'OPA obbligatoria come strumento di tutela degli azionisti di minoranza: la redistribuzione del premio di controllo.

In Italia, il dibattito è stato a lungo dominato dalla tesi che attribuisce all'istituto la (sola) funzione di assicurare che il premio pagato dall'acquirente al venditore della partecipazione di controllo sia proporzionalmente ripartito fra tutti gli azionisti, secondo una logica redistributiva²⁵.

La ricostruzione (i) muove dalla premessa che le operazioni sul controllo societario implicano la corresponsione di un "premio", inteso come differenza positiva tra prezzo pagato per le azioni della società *target* e loro valore di mercato, e (ii) postula che tale premio debba essere equamente spartito fra tutti gli azionisti.

(i) Sotto il primo profilo, essa si fonda sull'osservazione che, quando è trasferita una partecipazione tanto consistente da consentire a chi la detiene di esercitare stabilmente il controllo (di fatto o di diritto) su una società quotata, l'acquirente è

²⁴ Sul punto si veda, nel vigore della l. l. 18 febbraio 1992, n. 149, M. STELLA RICHTER *jr.*, *Trasferimento del controllo e rapporti tra soci*, Giuffrè, 1996, 226 e, più di recente, FOTTICCHIA, *La Cassazione torna sul danno da mancata opa: stessa soluzione, stesse incertezze* (nota a Cass., 13 ottobre 2015, n. 20560,) in *Giur. comm.*, 2016, II, 504.

²⁵ Cfr. PAGANO - PANUNZI - ZINGALES, *Osservazioni sulla Riforma della disciplina dell'opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in *Riv. Soc.*, 1998, 153, ove gli Autori, pur prendendo le distanze dalla concezione in esame, affermano che la stessa è «quell[a] che viene più spesso difes[a]». A conferma di questo approccio, si vedano, fra gli altri, LENER, *Opa (offerta pubblica di acquisto)*, in *Digesto delle discipline privatistiche, Sez. Commerciale*, Utet, 2000, 521; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, 2017, 390 e JAEGER - DENOZZA - TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale. Impresa e società*, Giuffrè, 2019, 486. In giurisprudenza, si veda in particolare Cass., 10 agosto 2012, n. 14400, che aderisce a questa ricostruzione, riconoscendone esplicitamente la prevalenza.

disposto a pagare per la stessa un prezzo superiore al suo valore di mercato²⁶; questa disponibilità può essere motivata dalla convinzione che, imprimendo un nuovo indirizzo gestionale alla società, questa possa aumentare di valore, ovvero dall'intenzione di estrarre benefici privati del controllo che compensino l'esborso iniziale²⁷, o ancora da una combinazione delle due²⁸. Specularmente, l'alienante non è disposto ad accettare, in cambio delle proprie azioni, un prezzo inferiore al valore capitalizzato dei benefici che gli derivino dall'esercizio della propria egemonia sulla società²⁹. L'obbligo di offerta pubblica totalitaria, in questa prospettiva, è il meccanismo che permette ai soci di minoranza di beneficiare del plusvalore lucrato dal venditore della partecipazione di controllo, in una misura che varia a seconda della modalità di determinazione del corrispettivo previsto per l'adesione all'OPA³⁰. L'argomento è fondato, ma parziale. In effetti, l'obbligo di promuovere un'OPA sorge in capo a chi abbia superato le soglie rilevanti a prescindere dalla circostanza che i titoli siano stati acquistati dietro il pagamento di un premio di controllo e, a ben

²⁶ In argomento si rinvia a GILSON - GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2003, 794; VENTORUZZO, (nt. 7), 192. Per un'indicazione di studi empirici sulla consistenza del fenomeno, v. nt. 33.

²⁷ Con tale espressione si allude ai vantaggi di cui gode il socio di controllo, ulteriori rispetto a quelli che spettano *pro quota* a tutti gli azionisti (cfr. le definizioni proposte da BEBCHUK - KAHAN, *A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests*, in *78 Calif. L. Rev.*, 1990, 1090 e da J. C. COFFEE jr., *Do Norms Matter? A Cross-Country Evaluation*, in *149 U. Pa. L. Rev.*, 2001, 2157). All'interno dell'ampia categoria, talora si distingue fra benefici pecuniari e non pecuniari, dissipativi e non dissipativi. Sulle diverse classificazioni, cfr. SCHUSTER, (nt. 20), 541, con ampi riferimenti bibliografici ed esempi per ogni tipologia. Sull'incidenza di tali benefici privati nei diversi ordinamenti, con un'analisi dei fattori che vi concorrono, si veda DYCK - ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in *59 Journal of Finance*, 2004, 540.

²⁸ In proposito si veda, per tutti, GATTI, (nt. 3), 152.

²⁹ Il prezzo di riserva del venditore, infatti, è pari alla somma tra il valore della partecipazione e il valore dei benefici privati del controllo: GILSON - GORDON, (nt. 26), 794; F. M. MUCCIARELLI, (nt. 3), 136.

³⁰ In proposito, si osserva che la tesi è stata sostenuta anche nel vigore della precedente formulazione dell'art. 106 t.u.f., il quale, al secondo comma, fissava il corrispettivo d'offerta nella «media aritmetica fra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall'offerente per acquisti di azioni ordinarie». Per effetto della regola richiamata, gli oblati beneficiavano solo in parte del premio (eventualmente) corrisposto dall'offerente per acquistare la partecipazione di controllo, dal momento che il corrispettivo per l'adesione all'OPA non corrispondeva a quello più elevato pagato, ma era "calmierato" dal prezzo medio di mercato delle azioni nei dodici mesi precedenti. Sulle specificità della regola in discorso si tornerà *infra*, cap. II, § 3.3.

vedere, anche a prescindere dall'effettivo conseguimento del controllo³¹. Naturalmente, poiché la concentrazione dell'azionariato costituisce tuttora il modello dominante nell'Europa continentale³², non è infrequente che le acquisizioni di società quotate siano realizzate mediante trasferimenti "in blocco" di consistenti pacchetti azionari, che si possono accompagnare al pagamento di premi di controllo più o meno ingenti³³.

Tuttavia, sono configurabili anche ipotesi alternative, che non comportano il riconoscimento di alcun premio rispetto ai valori di mercato e nondimeno conducono all'applicazione dell'istituto: basti pensare alla scalata di una società ad azionariato diffuso, realizzata attraverso rastrellamento di azioni sul mercato a prezzi correnti, ovvero al superamento delle soglie in assenza di acquisti, ad esempio per effetto della maggiorazione dei diritti di voto associati alla partecipazione già detenuta dal socio³⁴. È evidente, allora, che la ricostruzione in esame, imperniata esclusivamente su esigenze redistributive, risulta – a prescindere dalla fondatezza delle stesse – inadeguata allo scopo di giustificare la previsione di un obbligo di offerta generalizzato.

³¹ In effetti, l'art. 106 t.u.f., al pari delle omologhe previsioni dei principali ordinamenti europei, ricollega il sorgere dell'obbligo di OPA al superamento di una "soglia fissa" (che, nella formulazione attuale della norma, varia a seconda delle caratteristiche della società *target*), senza imporre la verifica caso per caso dell'effettivo conseguimento del controllo da parte del soggetto che raggiunga la partecipazione rilevante (sul punto, si veda, ad es., F. M. MUCCIARELLI, sub art. 106, in *Commentario t.u.f.*, a cura di Vella, II, Giappichelli, 2012, 1063). È doveroso precisare, tuttavia, che il controllo rileva come «elemento negativo della fattispecie» (così LENER, nt. 13, 170), nella misura in cui l'obbligo di promuovere un'offerta non sorge se la soglia è superata «in presenza di uno o più soci che detengono il controllo» (art. 106, comma 5, t.u.f.).

³² Cfr. DAVIES - HOPT - RINGE, (nt. 3), 238; ENRIQUES - GATTI, *Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to Be Better Safe than Sorry*, in 15 *Corp. L. Studies*, 2015, 56.

³³ I principali studi empirici del fenomeno si devono a NENOVA, *The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis*, in 68 *J. financ. econ.*, 2003, 325 e MCCAHERY - RENNEBOOG con RITTER e HALLER, *The Economics of the Proposed European Takeover Directive*, in 32 *Ceps Research Report in Finance and Banking*, 2003, 17.

³⁴ L'art. 106, comma 1, t.u.f., impone di promuovere un'offerta, fra l'altro, a chiunque «a seguito [...] di maggiorazione dei diritti di voto» si trovi a disporre di voti nella società *target* in misura superiore al trenta per cento. Per un approfondimento sul punto, cfr. MOSCA, *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie opa*, in *NLCC*, 2015, 863 e FORNASARI, *Maggiorazione del voto e o.p.a. obbligatoria*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 848.

Oltretutto, da una simile lettura discenderebbe la paradossale conclusione che, qualora non sia stato corrisposto alcun premio di controllo da parte dell'acquirente, l'obbligo di promuovere un'OPA sulla totalità dei titoli risulti persino superfluo, perché la coincidenza fra l'ipotetico prezzo d'offerta e quello corrente di mercato garantirebbe agli azionisti la possibilità di vendere in borsa le proprie partecipazioni alle stesse condizioni che sarebbero state riconosciute dall'offerente³⁵. A tacere della totale assenza di indici testuali a sostegno di tale interpretazione, è appena il caso di rilevare che la disciplina del procedimento d'offerta garantisce, tra l'altro, che il corrispettivo resti fermo per tutta la durata del periodo di adesione, senza subire gli effetti delle eventuali fluttuazioni del valore di mercato dei titoli della società *target*³⁶. Al contrario, se fosse previsto che il meccanismo dell'offerta obbligatoria non si attivasse qualora lo scalatore avesse superato le soglie rilevanti senza corrispondere alcun premio di controllo – sul presupposto che in quel caso gli azionisti potrebbero uscire dalla società semplicemente vendendo le loro azioni sul mercato – si darebbe adito all'immissione sul mercato di ingenti quantitativi di titoli all'indomani del trasferimento; in questo scenario, l'inevitabile crollo delle quotazioni di borsa che ne conseguirebbe si risolverebbe a danno degli stessi azionisti di minoranza intenzionati a disinvestire dalla società³⁷.

(ii) La tesi in esame postula altresì che sia doveroso o, quanto meno, opportuno ripartire fra tutti gli azionisti il premio pagato dall'acquirente per conseguire il controllo della società. Secondo una prima ricostruzione, tale principio è corollario delle teorie che considerano il controllo societario come bene della società e, di

³⁵ Questa posizione è stata effettivamente sostenuta in termini espliciti, sia pure sotto forma di *obiter dictum*, da Cass., 10 agosto 2012, n. 14400. In proposito, si vedano le considerazioni critiche di TUCCI, *La responsabilità per violazione dell'obbligo di OPA al vaglio della Cassazione*, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 2012, 736 e di DESANA, *La pronuncia della Cassazione sulla violazione dell'obbligo di Opa: l'epilogo dell'affaire Sai-Fondiarìa?*, in *Giur. It.*, 2013, 69.

³⁶ Così LENER, (nt. 13), 165.

³⁷ Sul punto, cfr. DESANA, (nt. 35), *ibidem*.

riflesso, dei suoi soci³⁸; impostazioni alternative lo riconducono, invece, ad asseriti doveri fiduciari del socio di controllo³⁹ o, più semplicemente, a ragioni di equità⁴⁰.

Nessuna di queste argomentazioni, tuttavia, risulta appagante: da un lato, infatti, il controllo non è un *asset* che la società possa iscrivere in bilancio, qualificandosi piuttosto come attributo della proprietà azionaria⁴¹; dall'altro, la configurazione di un dovere fiduciario in capo al socio che si appresti a cedere il controllo⁴², quand'anche venisse ritenuta compatibile con il sistema di diritto societario⁴³, potrebbe condurre tutt'al più all'individuazione di meri obblighi informativi⁴⁴, senza sollevare dubbi sulla legittimità del trasferimento del controllo su una società c.d. "chiusa" (per la quale, quindi, non opera l'obbligo di OPA) dietro pagamento di un premio di maggioranza, non esteso agli azionisti esterni all'operazione⁴⁵.

³⁸ La formulazione originaria di tali teorie si deve a Berle e Means: si vedano, in particolare, BERLE – MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, 1947, 243 e BERLE, "Control" in *Corporate Law*, in 58 *Colum. L. Rev.*, 1958, 1221. Per una panoramica si rinvia a HAMILTON, *Private Sale of Control Transactions: Where We Stand Today*, in 36 *Case Western Res. L. Rev.*, 1985, 230.

³⁹ Per la più compiuta teorizzazione della configurabilità di simili *fiduciary duties* in capo al socio di controllo, si veda BAYNE, *The Philosophy of Corporate Control*, Loyola, 1986, ove vengono condensate le tesi sviluppate nei precedenti articoli accademici dello stesso Autore. Per ulteriori riferimenti alle tesi in questione, cfr. HAZEN, *The Sale of Corporate Control: Towards a Three-Tiered Approach*, in 4 *J. Corp. L.*, 1979, 271, e HAMILTON, (nt. 38), 230, in particolare alla nota 7.

⁴⁰ Il comune riferimento di tali impostazioni è ANDREWS, *The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*, in 78 *Harv. L. Rev.*, 1965, 505.

⁴¹ Così ELHAUGE, *The Triggering Function of Sale of Control Doctrine*, in 59 *U. Chi. L. Rev.*, 1992, 1482 e nota 64, con ampi riferimenti bibliografici.

⁴² Peralto sconfessata nello stesso contesto americano in cui era stata originariamente proposta; in proposito, si veda HAZEN, *Transfers of Corporate Control and Duties of Controlling Shareholders – Common Law, Tender Offers, Investment Companies – and a Proposal for Reform*, in 125 *U. Pa. L. Rev.*, 1977, 1040, ove l'Autore, all'esito di un'ampia rassegna di orientamenti giurisprudenziali e dottrinali, conclude che «The state of the law with respect to receipt of premiums by sellers of control remains confused. The most common theory is that, unless special circumstances exist, the majority shareholder owes no fiduciary duty to the other shareholders and may therefore keep the premium».

⁴³ VENTORUZZO, (nt. 7), 215, per contro, tende ad escludere l'astratta configurabilità di doveri fiduciari in capo al controllante.

⁴⁴ In questo senso si veda M. STELLA RICHTER jr, (nt. 24), *passim*.

⁴⁵ Così anche WEIGMANN, sub *art. 106*, in *Testo Unico della Finanza, Commentario*, diretto da G. F. Campobasso, II, Utet, 2002, 914, il quale trae da questo argomento la conclusione che l'obbligo di promuovere un'offerta totalitaria a seguito del (presunto) conseguimento del controllo sulla società non sia riconducibile a «esigenze intrinseche del diritto societario».

Infine, all'invocazione di presunte ragioni di equità che imporrebbero di spartire fra tutti gli azionisti il premio (eventualmente) corrisposto al venditore in occasione della cessione del controllo⁴⁶, è possibile opporre l'argomento per cui la soluzione più "equa" sarebbe, in realtà, quella che permette al socio di controllo uscente di beneficiare in modo esclusivo di tale premio. Esso, infatti, può essere riguardato come una forma di remunerazione dell'attività di monitoraggio del *management*⁴⁷, in un contesto in cui, mentre il socio di controllo si è fatto carico dei relativi oneri, gli azionisti di minoranza hanno sfruttato la corrispondente riduzione degli *agency costs*⁴⁸, ovvero come una modalità di compensazione della mancata diversificazione dell'investimento e, conseguentemente, dell'assunzione di rischi maggiori nella società da parte del socio di controllo medesimo⁴⁹. Inoltre, se è ben possibile che quest'ultimo abbia pagato a sua volta un premio per conseguire la propria partecipazione, non si può ignorare che gli altri azionisti abbiano presumibilmente acquistato le proprie azioni a prezzi inferiori, per effetto dell'applicazione di uno sconto di minoranza⁵⁰. In quest'ottica, consentire ai minoritari di partecipare *pro quota* alla spartizione del premio di controllo significherebbe attribuire loro un vantaggio ingiustificato a spese del socio di controllo⁵¹.

Per quanto l'argomento non sia immune da critiche, legate soprattutto alla portata del fenomeno dell'estrazione dei benefici privati del controllo, esso dimostra la facilità con cui è possibile rovesciare le tesi che giustificano la disciplina dell'OPA obbligatoria sulla base di considerazioni di equità.

⁴⁶ Cfr. nt. 40. Per una critica, si vedano JAVARAS, *Equal Opportunity in the Sale of Controlling Shares: A Reply to Professor Andrews*, in 32 *U. Chi. L. Rev.*, 1965, 420 e, soprattutto, gli Autori della c.d. scuola di Chicago (per tutti, EASTERBROOK - FISCHER, *Corporate Control Transactions*, in 91 *Yale L.J.*, 1982, 698).

⁴⁷ Sul punto si veda GILSON - BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Foundation Press, 1995, 230.

⁴⁸ Pur a fronte dell'insorgere di nuovi costi, legati a un *agency problem* di diversa natura, quale quello tra soci di controllo e soci non di controllo: cfr. GILSON - GORDON, (nt. 26), 785.

⁴⁹ In proposito, v. DRAGHI, sub *art. 107*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, 1998, 992.

⁵⁰ Il profilo è evidenziato da G. E. COLOMBO, *La cessione dei pacchetti di controllo: considerazioni per una discussione*, in *Riv. soc.*, 1978, 1471.

⁵¹ Così GILSON - GORDON, (nt. 26), 793, 811. L'argomento è ripreso da GATTI, (nt. 3), 146.

Allora, poiché entrambi gli assunti da cui muove la ricostruzione in esame mancano di validità generale, alla luce dell'ampiezza dei presupposti dell'istituto e della complessità degli interessi coinvolti, occorre estendere l'indagine alle ulteriori ragioni che possono essere addotte per giustificare la previsione di un obbligo di OPA.

2.3 (segue) la perdita di contendibilità e il diritto all'*exit* a condizioni non penalizzanti.

All'obiezione che le operazioni sul controllo societario non sempre implicano la corresponsione di un premio, nel solco della medesima impostazione si è replicato che l'OPA obbligatoria, quando è assente ogni finalità redistributiva, svolge comunque una funzione di protezione degli azionisti di minoranza, in quanto garantisce a ciascuno un'occasione per disinvestire dalla società, ricevendo per l'*exit* un corrispettivo che non risente delle eventuali conseguenze negative del mutamento nell'assetto proprietario⁵².

In effetti, le operazioni sul controllo societario non necessariamente generano un apprezzamento dei titoli oggetto dell'operazione, ma possono altresì comportarne la svalutazione⁵³ (ad esempio qualora determinino la contestuale perdita di contendibilità della società *target*⁵⁴, ovvero qualora lascino presagire comportamenti

⁵² Cfr. CACCHI PESSANI, *Inadempimento dell'obbligo di Opa e risarcimento del danno: il caso SAI-Fondiarìa approda in Cassazione* (nota a Cass. 10 agosto 2012, n. 14400), in *Giur. comm.*, 2013, II, 809. Nella ricostruzione dell'Autore, quando il prezzo d'offerta è pari o inferiore a quello di mercato, l'utilità insita nel diritto di ogni oblatore a ricevere un'OPA alle condizioni previste dalla legge non riflette, in positivo, il maggior valore che la società esprime in occasione del ricambio del controllo societario, ma rispecchia, in negativo, l'attitudine dell'istituto a tenere gli azionisti indenni da un pregiudizio che dovrebbero altrimenti sopportare.

⁵³ Sebbene non manchino studi empirici volti a dimostrare che, a livello aggregato, le acquisizioni tendano a creare valore per gli azionisti della società *target* (cfr., ad es., EASTERBROOK – FISCHEL, *L'economia delle società per azioni. Un'analisi strutturale*, Giuffrè, 1996, 321; ECKBO, *Corporate Takeovers and Economic Efficiency*, in *6 Annual Review of Financial Economics*, 2014, 67), ciascuna operazione sul controllo societario potrebbe essere ugualmente benefica o dannosa per tale categoria di soggetti: v., ad es., GATTI, (nt. 3), 149.

⁵⁴ Sul punto, si vedano JENNINGS, *Mandatory Bids Revisited*, in *J. Corp. Law Stud.*, 2005, 41; P. MARCHETTI, *Osservazioni sui profili societari della bozza del t.u. dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1998, 144;

“predatori” da parte del nuovo soggetto controllante⁵⁵). In questo caso, il meccanismo dell’offerta totalitaria consente di porre gli azionisti di minoranza al riparo dagli effetti potenzialmente pregiudizievoli di acquisizioni indesiderate, attraverso il riconoscimento di un diritto all’*exit* a condizioni prestabilite⁵⁶.

In tal senso, l’OPA obbligatoria assolverebbe a una funzione analoga a quella del diritto di recesso nella società per azioni⁵⁷. In particolare, sarebbe possibile cogliere un parallelismo tra l’istituto in esame e l’ipotesi di recesso che l’art. 2497-*quater*, comma 1, lett. c), c.c. prevede in favore dell’azionista di società eterodiretta, all’inizio o alla cessazione dell’attività di direzione e coordinamento⁵⁸. La norma, in effetti, subordina l’esercizio del recesso proprio alla condizione che non venga promossa un’offerta pubblica d’acquisto; tuttavia, l’interpretazione sul punto non è univoca. Segnatamente, è dibattuto se le società quotate siano escluse dal suo ambito di applicazione sempre, come sembrerebbe potersi desumere dalla lettera della disposizione⁵⁹, ovvero solamente quando sia effettivamente promossa un’OPA sui

COSTI - ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, Cedam, 2004, 123; DENTAMARO, *Offerta pubblica di acquisto e di scambio*, in *Diritto commerciale*, a cura di Abriani, Giuffrè, 2011, 585;.

⁵⁵ Per una casistica più ampia, si veda LUTTMANN, *Changes of Corporate Control and Mandatory Bids*, in *Int. Rev. Law Econ.*, 1992, 501.

⁵⁶ *Ex multis*, cfr. ENRIQUES, (nt. 4), 45; F. M. MUCCIARELLI, (nt. 3), 135; DENTAMARO, (nt. 54), 585, nonché ANGELICI, *Le società per azioni. I. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo e continuato da Mengoni e Schlesinger, Giuffrè, 2012, 548 e nota 85, ove si sottolinea la centralità del contenuto informativo dell’offerta, che permette agli oblati di valutare consapevolmente la convenienza dell’opportunità di disinvestimento prospettata.

⁵⁷ Così ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Cedam, 2006, 191 e FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Giuffrè, 2009, 169 (soprattutto nota 173).

⁵⁸ In questo senso si veda MAUGERI, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, 114.

⁵⁹ In questo senso, cfr. GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario Scialoja - Branca*, Zanichelli, 2005, 160, nonché MAUGERI, *Formazione del gruppo e diritti dei soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 301: «il tenore testuale della norma [...] inequivocabilmente esclude dal proprio ambito di applicazione le società con (anche solo una categoria di) azioni quotate». La tesi è condivisa da GILOTTA, *Diritto di recesso che consegue all’inizio dell’attività di direzione e coordinamento*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 611, nota 64; BUSSOLETTI - LA MARCA, *Gruppi e responsabilità da direzione unitaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 114; VENTORUZZO, *Brevi note sul diritto di recesso in caso di direzione e coordinamento di società (art. 2497-*quater*, c.c.)*, in *Riv. soc.*, 2008, 1188; s.; PACIELLO, *Appunti per uno studio del recesso dal gruppo*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, Giuffrè, 2005, III, 3305; ROSAPEPE, *Modificazioni statutarie e recesso*, in *Diritto delle*

titoli della eterodiretta⁶⁰. Mentre nel primo caso il riferimento all'offerta pubblica d'acquisto sarebbe necessariamente limitato all'ipotesi di offerta volontaria⁶¹, la lettura alternativa lascerebbe aperto l'interrogativo circa la possibilità di qualificare come condizione ostativa all'esercizio del recesso anche, o soltanto, il lancio di un'offerta obbligatoria⁶².

Qualora si accogliesse quest'ultima tesi⁶³, la circostanza che il diritto di recesso non possa essere esercitato qualora sia contestualmente promossa un'OPA (obbligatoria) sui titoli della eterodiretta sembrerebbe indicare che l'ordinamento parifichi i due

società. Manuale breve, Giuffrè, 2004, 401; PAVONE LA ROSA, *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *Riv. soc.*, 2003, 778.

⁶⁰ Questa è la posizione sostenuta, fra gli altri, da ANGELICI, (nt. 56), 88, secondo cui il diritto di recesso è escluso «quando si tratta di società quotata e venga promossa un'offerta pubblica d'acquisto»; parimenti SCOGNAMIGLIO, *I gruppi di società*, in *Diritto commerciale*, Monduzzi, 2007, 491 interpreta in via cumulativa le due condizioni negative contemplate dall'art. 2497-*quater* c.c., considerando il diritto di recesso «escluso o paralizzato dalla contemporanea e contestuale esistenza dei due presupposti indicati, quello della quotazione in borsa delle azioni della società e quello del lancio dell'o.p.a. da parte dell'acquirente del controllo; mentre non è escluso dalla quotazione in borsa delle azioni, quando non vi sia stato lancio di o.p.a., né dall'esistenza di un'o.p.a., se le azioni non sono quotate». In termini analoghi si pronuncia anche LIBONATI, *Corso di diritto commerciale*, Giuffrè, 2009, 473.

⁶¹ In questo senso GALLETTI, sub art. 2497-*quater* c.c., in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Cedam, 2005, 2403; PENNISI, *La disciplina delle società soggette a direzione unitaria ed il recesso nei gruppi*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, vol. 1, Utet, 2007, 944. Sull'idoneità di un'offerta privata d'acquisto a escludere il diritto di recesso, cfr. Trib. Milano, 21 luglio 2015, n. 8902, in *Giur. comm.*, 2016, II, 647, con nota di F. COLOMBO, *I presupposti applicativi dell'art. 2497-*quater*, comma 1, lett. c), c.c. ed il rapporto tra recesso ed offerta pubblica di acquisto*, 660 e di PISTOCCHI, *Alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento e diritto di recesso conseguente al mutamento della capogruppo*. Coerentemente con questa interpretazione, potrebbe altresì valere ad escludere il diritto di recesso il lancio di un'OPA "statutaria" in società con titoli ammessi alle negoziazioni su AIM Italia (cfr. TRISCORNIA, *Il "gioco dell'OPA" all'AIM*, in *RDS*, 2017, 797), che nelle classificazioni del t.u.f. non sono qualificate come emittenti quotati.

⁶² L'interpretazione che ritiene necessaria la promozione di un'OPA obbligatoria per escludere il diritto di recesso è supportata dal tenore dell'art. 10, comma 1, lett. d) della l. n. 366 del 2001, con cui veniva delegato al governo il compito di individuare, nell'ambito della riforma organica della disciplina delle società di capitali, «i casi nei quali riconoscere adeguate forme di tutela al socio al momento dell'ingresso e dell'uscita della società dal gruppo, ed eventualmente il diritto di recesso quando non sussistono le condizioni per l'obbligo di offerta pubblica di acquisto» (corsivo aggiunto).

⁶³ Esula dagli obiettivi della presente indagine la soluzione della questione appena tratteggiata, che allo stato risulta ancora aperta. Per una ricostruzione delle principali posizioni dottrinali e giurisprudenziali, cfr. F. COLOMBO, (nt. 61), 669.

istituti, considerandoli strumenti alternativi nel tutelare i soci di minoranza in presenza di modificazioni rilevanti nell'assetto proprietario della società⁶⁴.

Tuttavia, se è vero che entrambi i meccanismi assicurano agli azionisti una possibilità di disinvestimento controllata al verificarsi di tali modificazioni⁶⁵, è altrettanto vero che fra gli stessi non vi è piena fungibilità, né dal punto di vista dell'emittente⁶⁶, né da quello del singolo investitore⁶⁷.

⁶⁴ Condivide questa lettura, sia pure in modo critico, GILOTTA, (nt. 59), 607, in particolare nota 51.

⁶⁵ È bene precisare, tuttavia, che sono distinti i presupposti che rendono operante ciascuna fattispecie, poiché non vi è corrispondenza biunivoca fra l'inizio dell'attività di direzione e coordinamento e il superamento delle soglie rilevanti per il sorgere dell'obbligo di OPA. Per un approfondimento, si rinvia a DELLA TOMMASINA, *Violazione dell'obbligo di o.p.a. e tutela degli azionisti esterni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 779, con ampi riferimenti bibliografici.

⁶⁶ Nella prospettiva dell'emittente la differenza fra i due istituti è particolarmente evidente. Infatti, quando è promossa un'offerta pubblica di acquisto, sia essa volontaria ovvero obbligatoria, il costo associato all'eventuale disinvestimento dell'azionista oblatore grava esclusivamente sull'offerente. Al contrario, il costo dell'esercizio del recesso *ex art. 2497-quater*, comma 1, lett. c), c.c. – specialmente se l'operazione che lo legittima non viene percepita dal mercato come produttrice di valore – può gravare sul patrimonio sociale in misura assai significativa, per effetto della regola ordinaria di cui all'art. 2437-*quater*, c.c. (secondo cui le azioni del socio recedente che, dopo essere state offerte in opzione agli altri soci, non sono collocate presso terzi, vengono acquistate dalla società, a mezzo di utili distribuibili e riserve disponibili o, in mancanza, previa corrispondente riduzione del capitale sociale). Tali elementi sono evidenziati da FERRI, *Investimento e conferimento*, Giuffrè, 2001, 183, nonché F. COLOMBO, (nt. 61), 793.

⁶⁷ In quest'ottica, le differenze fra OPA obbligatoria e recesso interessano tanto il costo del rimedio per l'azionista, quanto la determinazione del corrispettivo per l'*exit*.

Sotto il primo profilo, mentre il lancio di un'offerta pubblica di acquisto attribuisce un'opzione gratuita al socio (GATTI, *Mancata promozione di opa obbligatoria e risarcimento del danno*, nota a Trib. Milano, 9 giugno 2005, in *Giur. comm.*, 2005, II, 785), che viene messo di fronte alla semplice alternativa fra l'adesione e la mancata adesione (ma v. *infra*, § 2.4, con riferimento al problema della coazione razionale a vendere), l'esercizio del diritto di cui all'art. 2497-*quater*, comma 1, lett. c), c.c., comporta un notevole costo per l'azionista di minoranza, che è gravato dall'onere di provare, tra l'altro, l'alterazione delle condizioni di rischio del proprio investimento (in proposito, si veda GILOTTA, nt. 59, 601).

Sotto il secondo profilo, invece, le divergenze tra la regola per la determinazione del prezzo dell'OPA *ex art. 106*, comma 2, t.u.f. (a cui è dedicato il secondo capitolo della presente trattazione) e i criteri per la liquidazione della partecipazione del socio recedente di cui all'art. 2437-*ter* c.c. rispondono, almeno in parte, alla distinzione concettuale tra partecipazione come strumento di investimento e partecipazione come oggetto di scambio, per cui si rinvia a DENTAMARO, *Il diritto al disinvestimento nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, 443. Inoltre, mentre la valorizzazione della partecipazione in caso di recesso da società quotata, *ex art. 2437-ter*, comma 3, c.c., sembra rispondere all'esigenza di tenere il recedente indenne dalle conseguenze, positive o negative, dell'evento che ha causato il recesso (sul punto cfr. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, 532, nota 5, nonché MAUGERI, nt. 58, 110), alla luce del riferimento alla «media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione

In termini più generali, la circostanza che l'analogia con il diritto di recesso colga nel segno solo in parte segnala che la disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria non si presti ad essere interamente ricondotta alla funzione di assicurare al socio un'opportunità di *exit* a condizioni non penalizzanti⁶⁸. In effetti, poiché la diminuzione del valore delle azioni è una conseguenza solo eventuale delle operazioni sul controllo societario, la necessità di proteggere gli azionisti di minoranza da tale evenienza non appare, da sola, sufficiente a legittimare la previsione di un obbligo di così ampia portata⁶⁹.

2.4 (segue) il contenimento della coazione razionale a vendere.

Tra le teorie che guardano all'OPA obbligatoria fondamentalmente come strumento di protezione degli azionisti di minoranza, una variante è rappresentata dalla concezione che pone l'accento sulla tutela della libertà di scelta degli oblati. Tale concezione attribuisce all'istituto la funzione di limitare la c.d. *pressure to tender*, ossia la coazione razionale a vendere che gli azionisti di minoranza subiscono quando viene promossa un'offerta parziale sui loro titoli⁷⁰.

*ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso», la disciplina sul prezzo dell'OPA consente agli oblati di beneficiare non solo del premio di controllo eventualmente pagato dall'offerente al socio di riferimento uscente (cfr. *supra*, § 2.2), ma anche di eventuali incrementi di prezzo successivi (cfr. *infra*, cap. II, § 2.2 a proposito della *best price rule*). In tema, si vedano altresì MAUGERI, (nt. 59), 307; VENTORUZZO, (nt. 59), 1189, nota 14; CARUSO, *Inizio e cessazione della direzione e coordinamento e recesso del socio*, Giappichelli, 2012, 166.*

⁶⁸ Per le differenze tra i due istituti sotto il profilo della *ratio*, si veda anche MAUGERI, (nt. 59), 303.

⁶⁹ Cfr. JENNINGS, (nt. 54), 43: «The problem with the "exit right" is that it assumes that the new controller will abuse his position and therefore seems a severe response to something that only might happen». A tale argomento l'Autore accompagna una riflessione sulla maggiore efficacia, al fine di offrire tutela contro gli eventuali abusi del socio di controllo, di un intervento legislativo teso a rafforzare gli strumenti di diritto societario a disposizione degli azionisti di minoranza. In senso analogo MUCCIARELLI, (nt. 3), 136. Condividono l'osservazione, pur evidenziandone i limiti, DAVIES - HOPT - RINGE, (nt. 3), 228: «Where the bid is value-increasing for target company shareholders, it can be argued that providing the non-accepting shareholders with an exit right is not necessary. However, it may be difficult for the rule-maker to identify *ex ante* which category the offer falls into, so that the choice is between applying or not applying the mandatory bid rule across the board».

⁷⁰ In proposito, si veda anzitutto l'opera di BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, in 98 *Harv. L. rev.*, 1985, 1695; ID, *The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, in 12 *Del. J. Corp. Law*, 1987, 911. Nella dottrina italiana, il tema è approfondito, fra gli altri, da

In un sistema che non prevedesse tale meccanismo, infatti, lo scalatore potrebbe far seguire, a una prima OPA (volontaria) parziale, una seconda offerta a prezzo inferiore (*two-tier offer*). Al prefigurarsi di una simile eventualità, gli azionisti sarebbero indotti ad aderire alla prima offerta, anche qualora non la ritenessero economicamente adeguata, perché in caso contrario rischierebbero di trovarsi, in un momento successivo, di fronte all'alternativa tra l'adesione a un'OPA a prezzo ancora inferiore e la permanenza in una società non più contendibile e con azioni deprezzate⁷¹.

In questa prospettiva, parte della dottrina valorizza l'idoneità dell'OPA obbligatoria a mitigare tale effetto coercitivo, salvaguardando la libertà degli azionisti di valutare la convenienza dell'offerta⁷². In effetti, l'istituto rende di fatto impraticabile la strategia acquisitiva descritta, perché, anche qualora lo scalatore lancia una prima offerta parziale a carattere volontario, il successo della stessa determinerebbe il sorgere dell'obbligo di lanciarne una seconda (almeno) allo stesso prezzo sulla totalità delle azioni residue⁷³.

Tuttavia, se, da un lato, neppure l'obbligo di promuovere un'OPA sulla totalità dei titoli della *target* è sufficiente ad azzerare la coazione a vendere⁷⁴, dall'altro, potrebbero essere messi a punto strumenti diversi per limitarne gli effetti.

GATTI, (nt. 3), 23; ENRIQUES, (nt. 4), 15; ID., *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization without Foundation?*, in *European Company and Financial Law Review*, 2004, 447; CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori: il caso della pressure to tender*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 96.

⁷¹ MUCCIARELLI, (nt. 3), 134.

⁷² In questi termini si esprime F. M. MUCCIARELLI, (nt. 31), 1063; sull'OPA come strumento di tutela della libertà di scelta dell'azionista, si veda anche ID., *Società per azioni e offerta pubblica. Le difese successive contro offerte pubbliche d'acquisto di azioni quotate*, Giuffrè, 2004, 51. Analogamente, DAVIES, *The Notion of Equality in European Take-Over Regulation*, in *Takeovers in English and German Law*, a cura di Payne, Hart Publishing, 2002, 23, ravvisa la funzione dell'OPA obbligatoria nella protezione della scelta non distorta secondo una prospettiva *ex ante*, valorizzando, invece, la tutela degli azionisti di minoranza dagli abusi del nuovo socio di controllo secondo una prospettiva *ex post*.

⁷³ Si consideri, tuttavia, che la *two-tier offer* rappresenta solo una delle molteplici strategie perseguibili per realizzare un'acquisizione "strisciante" e che, fra queste, non tutte possono essere contrastate attraverso l'imposizione di un obbligo di offerta: sul punto, si rinvia all'analisi svolta alla nt. 106.

⁷⁴ Un meccanismo per eliminare (e non semplicemente ridurre) la *pressure to tender* potrebbe, invece, consistere nel rimettere al *voto* degli azionisti la preventiva approvazione dell'operazione, senza impedire a quanti abbiano espresso parere negativo di aderire all'OPA eventualmente promossa in

Sotto il primo profilo, è stato osservato che anche di fronte a un'offerta totalitaria (volontaria, ma anche obbligatoria)⁷⁵ il singolo azionista può essere indotto ad aderire dal timore che, qualora l'OPA raccolga una percentuale particolarmente elevata di adesioni, la concentrazione della proprietà azionaria in capo ad un unico soggetto comporti la svalutazione delle azioni sul mercato⁷⁶.

Sotto il secondo profilo, un primo passo nel senso di limitare la *pressure to tender* consiste nell'elaborazione di regole procedurali che consentano a ciascun oblato di valutare l'offerta con maggiore serenità: si pensi, ad esempio, all'imposizione di obblighi informativi in capo all'offerente⁷⁷, ovvero alla fissazione di una durata

seguito. Infatti, solo svincolando il voto sulla scalata dal timore di rimanere "intrappolati" nella società, si consente agli azionisti di esprimere un giudizio libero da condizionamenti sulla convenienza dell'offerta. La tesi è sviluppata in BEBCHUK, (nt. 70), 1747 e ID., *The Sole Owner Standard for Takeover Policy*, in 17 *J. Leg. Stud.*, 1988, 198. Nel sistema delineato dal t.u.f., un meccanismo non dissimile è previsto con riferimento all'OPA preventiva (cfr. art. 107, comma 1, lett. b) t.u.f.), il cui lancio esonera l'offerente dall'obbligo di promuovere un'offerta totalitaria successiva, purché (fra l'altro) «l'efficacia dell'offerta sia stata condizionata all'approvazione di tanti possessori di titoli che possiedano la maggioranza dei titoli stessi», non computandosi a tal fine le azioni detenute dall'offerente, dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo e dal socio di maggioranza, ancorché relativa.

⁷⁵ La principale differenza tra le due ipotesi risiede nei criteri di fissazione del corrispettivo. Infatti, l'offerente, mentre è libero di determinare il prezzo di un'OPA volontaria (che, se rivolta alla generalità degli azionisti per la totalità dei titoli posseduti, consente di evitare il successivo lancio di un'offerta obbligatoria, ex art. 106, comma 4, t.u.f.), è vincolato al rispetto della *highest price paid rule* in caso di OPA obbligatoria. Neppure l'esistenza di una regola sul prezzo d'offerta, tuttavia, elimina totalmente la *pressure to tender*, perché anche il corrispettivo così determinato potrebbe, in concreto, apparire insufficiente all'azionista oblato, che nondimeno sarà indotto ad aderire.

⁷⁶ Cfr. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, 790. Per fronteggiare tale problematica, i sistemi giuridici che ricorrono all'istituto dell'OPA obbligatoria in genere prevedono meccanismi correttivi per l'ipotesi in cui l'offerente consegua determinate frazioni del capitale della *target* (*sell-out rights*). Nel nostro ordinamento, tali correttivi consistono nell'obbligo di acquisto ex art. 108 t.u.f. e nell'obbligo di riaprire i termini dell'offerta successivamente alla loro scadenza, in favore dell'azionista che non vi abbia aderito in prima battuta, ex art. 40-bis Regolamento Emittenti (sul punto, cfr. F. M. MUCCIARELLI, nt. 3, 15). Tuttavia, a causa delle soglie particolarmente elevate normalmente previste per la loro attivazione, i meccanismi in esame non costituiscono rimedi efficaci contro la coazione a vendere nelle offerte obbligatorie: cfr. GATTI, (nt. 3), 71. Per una soluzione alternativa, v. nt. 74.

⁷⁷ Non si ignora che tale imposizione non sia, di per sé, risolutiva. Gli obblighi informativi, infatti, consentono ai destinatari di formulare un fondato giudizio sull'offerta (nonché, indirettamente, sul valore atteso delle azioni della *target* all'esito della stessa), ma non attribuiscono alcuno strumento di reazione per il caso in cui tale giudizio sia negativo: così GATTI, (nt. 3), 45. Inoltre, non è escluso che la *disclosure* effettuata dall'offerente possa, con il suo contenuto, intensificare la coazione a vendere (ad esempio, nell'ipotesi in cui sia comunicata l'intenzione di procedere al *delisting* della società, se non è

minima del periodo di adesione⁷⁸, oppure alla previsione di meccanismi di riparto proporzionale in caso di eccesso di adesioni in un'offerta parziale (c.d. *pro rata rule*)⁷⁹, o ancora all'obbligo di estendere ogni successivo incremento di prezzo anche a quanti abbiano già aderito (c.d. *best price rule*)⁸⁰. Simili previsioni perseguono l'obiettivo di salvaguardare la libertà di scelta degli oblati senza comprimere eccessivamente l'autonomia negoziale dell'offerente; si potrebbe, allora, argomentare che limitarsi all'adozione di tali regole procedurali rappresenti un miglior bilanciamento tra interessi contrapposti di pari rango⁸¹.

Ove le stesse non fossero ritenute sufficienti, un passo più deciso nella direzione di ridurre la coazione razionale a vendere potrebbe coincidere con un generale divieto di promuovere offerte parziali⁸², anziché con l'obbligo di lanciare una successiva offerta totalitaria nel caso in cui l'offerente superasse determinate soglie di

previsto alcun diritto di recesso in favore degli azionisti di minoranza o il valore di rimborso della partecipazione in caso di recesso è presumibilmente inferiore al prezzo d'offerta: a questo specifico riguardo, cfr. CAPIZZI, nt. 70, 103).

⁷⁸ Anche per tale previsione valgono le considerazioni già esposte a proposito degli obblighi informativi (v. nota precedente).

⁷⁹ Tale regola si contrappone a un criterio "*first come, first serve*", che, consentendo all'offerente di accettare soltanto le azioni portate per prime in adesione, fino al raggiungimento della percentuale di capitale oggetto dell'offerta, enfatizza il carattere coercitivo di quest'ultima, poiché induce ciascun oblato ad affrettarsi ad aderire quanto prima. Sul punto, cfr. BEBCHUK, (nt. 74), 217.

⁸⁰ In assenza di tale vincolo, l'offerente potrebbe assicurarsi il buon esito dell'offerta riconoscendo un corrispettivo più alto ai soli azionisti la cui adesione risulta indispensabile. Se questa strategia fosse legittima, gli azionisti stimerebbero il successo dell'OPA più probabile, con la conseguenza che sarebbero a loro volta più propensi ad aderire, pur ricevendo un corrispettivo inferiore. In proposito, cfr. GATTI, (nt. 3), 41, ove l'Autore analizza ciascuna delle regole procedurali esaminate, al fine di mostrare come le stesse, spesso erroneamente intese come presidi della "parità di trattamento", siano in realtà funzionali alla tutela della «scelta non distorta». Sul punto si tornerà *infra*, cap. II, § 2.2.

⁸¹ In effetti, previsioni di questo tipo sono generalmente accolte anche nei sistemi giuridici che non contemplan meccanismi analoghi all'OPA obbligatoria: con riferimento agli Stati Uniti, cfr. ENRIQUES, (nt. 4), 37.

⁸² La possibilità di introdurre un simile divieto, in effetti, è stata presa in considerazione nel contesto americano, in un momento storico in cui il fenomeno delle *two-tier offers* destava crescente preoccupazione nell'opinione pubblica: cfr. SEC ADVISORY COMMITTEE ON TENDER OFFERS, *Report of Recommendations*, 1983, 24. Mentre negli Stati Uniti la proposta non è mai stata tradotta in legge, in Germania la sezione 32 della WpÜG (consultato in lingua inglese sul sito www.bafin.de) prevede tutt'ora un esplicito divieto in tal senso, parzialmente derogabile solo in caso di offerta transfrontaliera, previa autorizzazione dell'autorità di vigilanza (cfr. par. 24). Anche nel sistema inglese, la Rule 36.1 del *City Code* subordina il lancio di un'offerta parziale al consenso del Panel.

partecipazione. In effetti, se l'unico interesse protetto dalla disciplina dell'OPA obbligatoria fosse la libertà dell'azionista di scegliere se aderire all'offerta senza subire indebite pressioni, sarebbe difficile comprendere le ragioni che hanno condotto la maggior parte dei sistemi giuridici ad adottare tale istituto e non un più immediato divieto di OPA parziali⁸³, stante il carattere intrinsecamente coercitivo di tale tipologia di offerte⁸⁴.

Entrambi i profili, pur senza sminuire la rilevanza del problema della *pressure to tender*, indicano che l'obbligo di OPA totalitaria successiva non è necessariamente lo strumento ottimale per tutelare la libertà di scelta degli oblati, invitando a un cauto scetticismo nei confronti di una ricostruzione teorica che ponga l'accento esclusivamente su questo elemento. A ciò si aggiunga che la coazione razionale a vendere è un problema tipico delle acquisizioni di società ad azionariato diffuso, ove non vi siano azionisti che, soli, possano essere determinanti per il successo dell'offerta⁸⁵.

2.5 L'OPA obbligatoria come presidio dell'efficienza del mercato del controllo societario.

Dall'analisi condotta nei paragrafi che precedono emerge che la prospettiva della tutela degli azionisti di minoranza, pur fornendo utili spunti all'indagine, non consente di elaborare una teoria esaustiva sul fondamento dell'OPA obbligatoria. In

⁸³ A meno di non voler accogliere la spiegazione fornita da WEIGMANN, riportata alla nt. 18. Ogni discorso sull'inidoneità di un simile divieto a impedire le acquisizioni "striscianti" realizzate tramite rastrellamenti sul mercato (si veda, ad es., OESTERLE, *The Rise and Fall of Street Sweep Takeovers*, in *Duke L. J.*, 1989, 233), invece, sposta il piano dell'argomentazione dalla tutela della libertà di scelta degli oblati a quella dell'efficienza del mercato del controllo societario nelle società ad azionariato diffuso, di cui si dirà *infra*, § 2.5.2 (si vedano in particolare le nt. 101 e 106).

⁸⁴ Sulle «peculiarità coercitive delle offerte parziali» (GATTI, nt. 3, 43), si veda in particolare GILSON - KRAAKMAN, *Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?*, in 44 *Bus. Law*, 1989, 260. Per quanto riguarda, invece, «gli effetti economici netti incerti (ma spesso negativi)» per gli azionisti della *target*, propri di tale tipologia di offerta, cfr. DI TORO, *Scalata azionaria e OPA europea. Le contese per la conquista del potere di governo nelle società quotate*, Egea, 2012, 58.

⁸⁵ Cfr., *ex multis*, GATTI, (nt. 3), 13 e F. M. MUCCIARELLI, (nt. 3), 135 (ma v. nt. 102). Sui problemi di coordinamento caratteristici di tale struttura proprietaria, cfr. § 2.5.2

particolare, ciascuna delle possibili *rationes* individuate richiama l'attenzione su una specifica problematica connessa alle operazioni sul controllo societario in un determinato contesto, senza, tuttavia, chiarire le ragioni per cui l'istituto dovrebbe trovare applicazione anche al di fuori dello stesso. Il limite comune alle ricostruzioni sinora esaminate risiede nel considerare la protezione degli azionisti di minoranza, nelle sue diverse declinazioni, come obiettivo esclusivo e finale della regolamentazione.

Per tratteggiare un quadro più completo delle teorie sull'OPA obbligatoria, tuttavia, è possibile rileggere le questioni sin qui analizzate alla luce di un nuovo paradigma: la tutela dell'efficienza del mercato del controllo societario⁸⁶. Come sottolineato da una parte della dottrina⁸⁷, infatti, ogni ordinamento, attraverso la disciplina sulle acquisizioni e i trasferimenti del controllo, mira a favorire il compimento di operazioni efficienti, al contempo disincentivando quelle inefficienti⁸⁸. Tra i due obiettivi concorrenti, tuttavia, vi è una tensione di fondo, sicché qualsiasi soluzione legislativa "rigida" tenderà a privilegiare l'uno a discapito dell'altro⁸⁹.

In quest'ottica, l'OPA obbligatoria può essere riguardata come strumento volto a perseguire l'efficienza del mercato del controllo societario attraverso l'inibizione delle operazioni inefficienti, il cui funzionamento varia a seconda della struttura proprietaria della società *target*.

⁸⁶ La centralità del paradigma nella disciplina di settore è sottolineata dal riferimento all'efficienza del mercato del controllo societario contenuto nell'art. 91 t.u.f., che programmaticamente definisce gli obiettivi a cui l'azione della Consob deve tendere nel contesto della disciplina degli emittenti quotati. In questo senso, si veda anche LENER, (nt. 25), 521, secondo cui la riforma, ad opera del t.u.f., della disciplina dettata dalla l. 149/1992 risponde all'esigenza di perseguire, in luogo di molteplici obiettivi fra loro contrastanti, la sola efficiente allocazione del controllo societario. Alla luce di tale esplicito riconoscimento legislativo, non pare necessario offrire ulteriori giustificazioni all'impiego del paradigma dell'efficienza in questa sede, pur nella consapevolezza della molteplicità di interessi coinvolti nella regolazione del mercato del controllo.

⁸⁷ Cfr. ENRIQUES, *Quale disciplina per la acquisizioni ostili? Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 1999, 180.

⁸⁸ Ai fini del presente lavoro, con operazione efficiente si intende quella che determini un incremento nel valore di mercato delle azioni della società *target*, sicché si dirà inefficiente ogni operazione che comporti una diminuzione di tale valore (cfr., per tutti, BEBCHUK, nt. 7, 957).

⁸⁹ Sul punto si tornerà *infra*, § 2.6.

2.5.1 Le esternalità negative nelle società con proprietà concentrata.

Nell'Europa continentale, la maggioranza delle società con titoli quotati presenta tuttora una struttura proprietaria concentrata⁹⁰. In tali società, il controllo viene tipicamente trasferito attraverso un accordo fra l'acquirente e l'attuale socio di controllo, avente ad oggetto la cessione "in blocco" della partecipazione di maggioranza⁹¹.

Come evidenziato, questo trasferimento spesso implica la corresponsione di un premio di controllo, che, nella prospettiva dell'offerente, può apparire giustificata tanto dalla fiducia nelle proprie superiori capacità imprenditoriali, quanto dall'intenzione di estrarre benefici privati del controllo, mentre, nella prospettiva del venditore, consente di compensare la perdita dei flussi di cassa che gli derivano dall'esercizio della propria egemonia sulla società⁹².

L'operazione così descritta si realizza a prescindere dal consenso degli altri azionisti, ma incide notevolmente sulla loro posizione, dal momento che la gestione da parte del nuovo socio di controllo potrebbe alternativamente aumentare o ridurre il valore della società (e, di riflesso, delle azioni). In altre parole, essa produce *esternalità*, che possono essere positive o negative⁹³. Imponendo all'acquirente di estendere agli oblati le stesse condizioni riconosciute al venditore della partecipazione di controllo, l'OPA obbligatoria consente di internalizzare le suddette esternalità, ovviando così a

⁹⁰ In proposito si veda la nt. 32.

⁹¹ Naturalmente, se quest'ultimo non possiede la maggioranza assoluta dei voti in assemblea, è ipotizzabile uno scenario in cui il controllo di fatto sulla società gli sia sottratto attraverso una scalata ostile: cfr. SCHUSTER, (nt. 20), 529, nota 5.

⁹² Sul punto si rinvia a quanto illustrato *supra*, § 2.2.

⁹³ In proposito si veda il modello elaborato da BEBCHUK, (nt. 7), 959 e ripreso, nella dottrina italiana, da SICILIANO, *La regolamentazione dei trasferimenti del controllo e delle acquisizioni di società quotate. Efficienza economica e protezione degli azionisti di minoranza in alcune normative europee*, in *Studi in materia di Opa*, Quaderni di Finanza Consob, n. 24, 1998, 356; ENRIQUES, (nt. 4), 20; nonché GATTI, (nt. 3), 157.

un potenziale fallimento del mercato⁹⁴. In questo modo, l'istituto impedisce, di fatto, che si realizzino trasferimenti inefficienti⁹⁵.

In effetti, poiché il valore della società per il socio di controllo uscente è almeno pari, a livello unitario, al valore che ad essa attribuiscono gli azionisti esterni⁹⁶, quando il corrispettivo d'offerta eguaglia o supera il prezzo di riserva del primo⁹⁷, l'operazione risulta vantaggiosa (o, quanto meno, non svantaggiosa) anche per i secondi⁹⁸. Assumendo il punto di vista dell'offerente, il concetto si traduce nella considerazione che l'obbligo di estendere a tutti gli oblati il premio di controllo elide la convenienza economica dell'operazione, qualora egli non preveda di incrementare il valore della *target* sotto la propria gestione⁹⁹.

2.5.2 I problemi di azione collettiva nelle società ad azionariato diffuso.

Sebbene la disciplina dell'OPA obbligatoria sia stata elaborata in un contesto in cui la proprietà delle società quotate era prevalentemente concentrata¹⁰⁰, essa appare giustificata, sotto il profilo dell'efficienza del mercato del controllo, anche qualora, all'opposto, l'azionariato sia diffuso e polverizzato.

In assenza di un soggetto in grado di esercitare stabilmente il controllo sulla *target*, infatti, questo può essere acquisito attraverso il lancio di un'offerta ostile, ovvero attraverso il rastrellamento di azioni sul mercato¹⁰¹. In una simile evenienza, nessun

⁹⁴ Cfr. GATTI, (nt. 3), 155, nt. 44.

⁹⁵ Così BEBCHUK, (nt. 7), 971; GATTI, (nt. 3), 282; SCHUSTER, (nt. 20), 553.

⁹⁶ Dal momento che egli partecipa *pro quota* agli utili e, in aggiunta, gode in misura maggiore o minore dei benefici privati del controllo, siano essi "pecuniari" o "non pecuniari", "dissipativi" o "non dissipativi". In proposito si rinvia alla nt. 27.

⁹⁷ Si è detto (v. nt. 29), infatti, che il prezzo di riserva del socio di controllo incorpora il valore capitalizzato dei benefici privati del controllo che egli è in grado di estrarre dalla società.

⁹⁸ Questa argomentazione "intuitiva" è esposta da SCHUSTER, (nt. 20), 553.

⁹⁹ Si veda ancora BEBCHUK, (nt. 7), 971.

¹⁰⁰ Si tenga presente che nel Regno Unito, ove per la prima volta è stato introdotto l'istituto (cfr. nt. 21), l'attuale dispersione dell'azionariato non rappresentava ancora il modello prevalente quando, nel 1968, fu approvato il *City Code*. Per una conferma, si veda, ad es. ROE, *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, in 53 *Stan. L. Rev.*, 2000, 574.

¹⁰¹ Sull'equivalenza, sotto il profilo dei problemi di azione collettiva, tra «hostile tender offers» e «creeping acquisitions», cfr. GATTI, (nt. 2), 17. In proposito si veda altresì la nt. 106.

azionista, singolarmente considerato, è nella posizione di determinare il successo della scalata; al contempo, mancano le possibilità o gli incentivi per elaborare una strategia coordinata¹⁰². I problemi di azione collettiva che discendono da tale fisiologica distanza fra azionisti dispersi¹⁰³, allora, unitamente alla prospettiva della perdita di contendibilità della società¹⁰⁴, intensificano la coazione razionale a vendere, assicurando così il successo della scalata¹⁰⁵.

Nello scenario descritto, l'OPA obbligatoria (non solo limita in una certa misura la *pressure to tender*, ma soprattutto) consente di prevenire le acquisizioni inefficienti, poiché l'elevato rischio che le minoranze – nel timore che il nuovo socio di controllo le espropri in via sistematica e irreversibile – aderiscano in massa all'offerta, sfruttando la possibilità di disinvestire a condizioni non penalizzanti, scoraggia lo scalatore dal realizzare un'operazione la cui convenienza risieda esclusivamente nella possibilità di incamerare benefici privati del controllo¹⁰⁶: in un'ipotesi di

¹⁰² Sul punto cfr. GATTI, (nt. 3), 4. Si consideri, tuttavia, che i problemi di azione collettiva non sono del tutto estranei alle società con proprietà azionaria concentrata: cfr. DAVIES - HOPT - RINGE, (nt. 3), 224: «collective action problems will be larger in a dispersed ownership scenario; but minority shareholders of a controlled target company will be subject to similar coordination obstacles, in particular in agreed (friendly) bids».

¹⁰³ Il meccanismo può essere efficacemente illustrato ricorrendo al concetto di "giochi non cooperativi" teorizzato da NASH e alla sua celebre rappresentazione nel "dilemma del prigioniero" elaborato da KUHN e TUCKER (*Contributions to the theory of games*, in *Annals of Mathematical Studies*, Princeton University Press, 1950). Come la confessione nella più nota versione del dilemma, infatti, la strategia dominante in presenza di un'offerta pubblica d'acquisto è rappresentata dall'adesione. Quando viene lanciato un'OPA, ogni azionista è posto di fronte all'alternativa se aderirvi o meno. Qualora il corrispettivo offerto appaia inadeguato, la scelta ottimale sarebbe quella di non aderire. Tuttavia, ciascun azionista, se non è messo in condizione di conoscere preventivamente il comportamento degli altri oblati, è razionalmente portato ad aderire, per il timore che l'offerta abbia successo ed egli si trovi intrappolato in una società non più contendibile con azioni deprezzate (v. *supra*, § 2.4).

¹⁰⁴ Cfr. GATTI, (nt. 3), 17, nota 16: «Precisamente, la *pressure to tender* è il risultato del combinato operare della *coercion* insita nella minaccia di successivo decremento del titolo e dell'incapacità organizzativa del gruppo disgregato di reagire a tale minaccia per via della logica dell'azione collettiva».

¹⁰⁵ In proposito si rinvia a quanto esposto nei §§ 2.3 e 2.4.

¹⁰⁶ Come segnalato da ENRIQUES - GATTI, (nt. 32), 75, tuttavia, l'istituto non è in grado di contrastare efficacemente il fenomeno delle *creeping acquisitions*, le quali, nel vigore della disciplina vigente nella maggior parte degli Stati europei, possono realizzarsi, ad esempio: (i) se l'azionariato è sufficientemente disperso, con l'acquisizione del controllo di fatto sulla società, attraverso una partecipazione appena inferiore alla soglia rilevante per il sorgere dell'obbligo d'offerta; (ii) in ogni caso, con il lancio di un'offerta totalitaria volontaria per un corrispettivo di poco superiore al valore di mercato delle azioni (ma comunque sufficiente a raccogliere un numero di adesioni tale da

controllo totalitario o quasi totalitario, infatti, non vi sarebbe alcuna minoranza da espropriare¹⁰⁷.

L'istituto, tuttavia, non è in grado di arginare lo speculare fenomeno del *free-riding*, a sua volta originato da problemi di azione collettiva: pure in presenza dell'obbligo di OPA successiva, infatti, ciascun azionista, qualora preveda che l'acquisizione crei valore per la società, potrebbe decidere di non aderire all'offerta per partecipare ai futuri flussi di cassa generati dalla gestione del nuovo socio di controllo. Ove questo comportamento fosse adottato diffusamente dagli oblati, l'offerta non avrebbe successo a causa della sua stessa attrattività¹⁰⁸.

2.5.3 Certezza del diritto e *overdeterrence*.

I medesimi Autori che identificano il fondamento dell'OPA obbligatoria nella funzione di filtro contro le operazioni inefficienti ammettono che l'istituto comporta altresì costi in termini di efficienza del mercato del controllo societario. In effetti, l'obbligo di promuovere un'offerta totalitaria al superamento di determinate soglie di partecipazione può avere l'effetto di impedire la realizzazione di una parte dei trasferimenti e delle acquisizioni efficienti.

Infatti, nel caso in cui la *target* sia una società non contendibile, qualora l'incremento di valore che il potenziale offerente sarebbe in grado di realizzare non risulti sufficiente a compensare la sua minore capacità di estrarre benefici privati rispetto all'attuale socio di controllo, il trasferimento, ancorché efficiente, non potrebbe aver

consolidare il controllo sulla società, specialmente se l'offerente già detiene una partecipazione abbastanza elevata da rendere improbabile il lancio di offerte concorrenti), che consente di evitare il successivo lancio di un'offerta obbligatoria al prezzo più alto pagato (cfr. art. 5, par. 2, direttiva OPA e art. 106, comma 4, t.u.f.). In simili ipotesi, l'aggiramento del meccanismo dell'OPA obbligatoria permette che acquisizioni potenzialmente inefficienti per il mercato del controllo societario abbiano ugualmente successo.

¹⁰⁷ In questo senso si vedano GATTI, (nt. 3), 275; DAVIES - HOPT - RINGE, (nt. 3), 234.

¹⁰⁸ In questo senso, fra gli altri, ENRIQUES, (nt. 4), 19. Sulle implicazioni del fenomeno descritto, si veda GROSSMAN - HART, *Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, in 11 *Bell. J. Econ.*, 1980, 42.

luogo, perché il prezzo massimo che l'acquirente sarebbe disposto ad offrire sarebbe inferiore al prezzo di riserva del venditore¹⁰⁹.

Quando, invece, la *target* è una società contendibile, l'eventualità che il potenziale offerente non disponga dei mezzi finanziari necessari a promuovere un'offerta sulla totalità dei titoli previene la realizzazione della scalata, ancorché la stessa sia efficiente per il mercato del controllo. In proposito, è stato osservato che, se l'ottimismo circa il valore della società viene condiviso dal mercato, l'acquirente può sempre ottenere un finanziamento per procedere all'acquisto di tutte le azioni¹¹⁰; tuttavia, gli oneri associati al finanziamento, ovvero alla promozione di un'offerta pubblica, potrebbero risultare in concreto insostenibili, sicché l'acquisizione non si realizzerebbe ugualmente¹¹¹. Simili argomentazioni sono alla base della ricorrente critica, secondo cui l'istituto contribuisce ad "ingessare" il mercato del controllo societario¹¹².

La fondatezza della critica, tuttavia, non intacca la validità della ricostruzione che rintraccia la *ratio* dell'OPA obbligatoria nella tutela dell'efficienza di tale mercato, ma piuttosto conferma l'opinione che ogni regolamentazione rigida¹¹³, la quale aspiri a

¹⁰⁹ Cfr. BEBCHUK, (nt. 7), 971, GATTI, (nt. 3), 161, nonché SCHUSTER, (nt. 20), 552, che in proposito osserva: «One could say the MBR requires the buyer to "compensate" outside shareholders for something they do not currently enjoy [Private Benefits of Controls]. It is this effect that makes the [Mandatory Bid Rule] prevent efficient takeovers that would take place under the [Market Rule]».

¹¹⁰ Così ANDREWS, (nt. 40), 531.

¹¹¹ In questo senso cfr., ad es., JAVARAS, (nt. 46), 423, nonché, con specifico riferimento all'incidenza dei «transaction costs in corporate control trasactions», SUBRAMANIAN, *The Drivers of Market Efficiency in Revlon Transactions*, in 28 *J. Corp. L.*, 2003, 696.

¹¹² In tema si vedano, fra gli altri, COSTI, (nt. 1), 94; ENRIQUES, (nt. 4), 32; F. M. MUCCIARELLI, (nt. 3), 137; SCIPIONE, *La Nuova Disciplina dell'Opa Europea: un'ipotesi di regolamentazione minimale*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2005, 28; VENTORUZZO, (nt. 7), 192. Come segnala GATTI, (nt. 3), 164, inoltre, quanto più massiccia è l'attività di estrazione di benefici privati del controllo consentita dal sistema, tanto maggiore è il contributo dell'OPA obbligatoria alla stagnazione del mercato del controllo.

¹¹³ Riguardo ai limiti dell'impiego di regole rigide («bright-line rules») in un ambito caratterizzato dall'unicità di ciascuna transazione e sulla possibilità di un superamento del modello, cfr. GATTI, (nt. 2), *passim*. A favore dell'adozione di una disciplina maggiormente flessibile, che rimetta alle società la scelta sul livello ottimale di contendibilità, v. anche ENRIQUES - GILSON - PACCES, *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)*, in 4 *Harv. Bus. L. Rev.*, 2014, 85; *contra*, FEDDERKE - VENTORUZZO, *The Biases of an "Unbiased" Optional Takeovers Regime: The Mandatory Bid*

stabilire in via preventiva una disciplina certa e applicabile a tutte le situazioni, sia destinata a scontare ineludibili problemi di *underdeterrence* ovvero, come nel caso in esame, *overdeterrence*¹¹⁴.

2.6 Complementarietà tra le due prospettive.

La concezione dell'OPA obbligatoria come presidio dell'efficienza del mercato del controllo societario offre un quadro più completo e coerente del fondamento della disciplina, che si adatta tanto alle cessioni di partecipazioni di controllo in società non contendibili, quanto alle acquisizioni di società contendibili. Tale concezione rappresenterà, pertanto, il punto di partenza dell'indagine sul significato della regola del prezzo più alto pagato in entrambi i contesti (v. *infra*, cap. II).

Tuttavia, accogliere la tesi in questione non significa disconoscere l'esistenza di parallele esigenze di tutela degli azionisti di minoranza. In effetti, non solo tra le ricostruzioni presentate in via alternativa non vi è contraddizione sul piano logico¹¹⁵, ma le stesse risultano, a ben vedere, complementari. Da un lato, infatti, un innalzamento del livello di tutela accordata agli azionisti di minoranza in occasione del ricambio del controllo societario, ostacolando il compimento di scalate meramente espropriative, contribuisce alla funzione di filtro contro le operazioni inefficienti¹¹⁶; dall'altro, proprio attraverso la prevenzione dei trasferimenti e delle acquisizioni che inciderebbero negativamente sul valore della società *target*, la

Threshold as a Reverse Drawbridge, in *Comparative Takeover Regulation: Global and Asian Perspectives*, Cambridge University Press, 2017, 163.

¹¹⁴ Sul punto si rinvia a ELHAUGE, (nt. 41), 1466. In senso analogo, cfr. DENOZZA, *Rules vs. standards nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni virtuali*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 331.

¹¹⁵ Così, ad es., ENRIQUES, (nt. 4), 45. Si osservi, peraltro, che tutela degli investitori ed efficienza del mercato del controllo sono contemporaneamente richiamate da una norma di particolare pregnanza sistematica quale l'art. 91 t.u.f. (sul punto, v. nt. 86).

¹¹⁶ In questo senso, già SICILIANO, *La regolamentazione dei trasferimenti del controllo e delle acquisizioni di società quotate. Efficienza economica e protezione degli azionisti di minoranza*, in *Banca, impr., soc.*, 1997, 347, il quale si spingeva ad affermare che «quello della protezione degli azionisti di minoranza è considerato piuttosto come un obiettivo che potremmo definire come “intermedio”, rispetto a quello “finale” della promozione dello sviluppo del mercato borsistico».

regolamentazione del mercato del controllo riesce a tutelare gli investitori sul lungo periodo¹¹⁷.

Per questa ragione, nel prosieguo della trattazione, anche se l'argomentazione sarà prevalentemente focalizzata sull'obiettivo di tutela dell'efficienza del mercato del controllo societario, non si trascurerà l'impatto di ciascuna soluzione ermeneutica sull'effettività della protezione degli azionisti di minoranza.

¹¹⁷ In questo senso si veda GATTI, (nt. 3), 275, nota 48; ID., (nt. 67), 792, in particolare nota 59. Tuttavia, come segnalato dal medesimo Autore, esiste altresì la possibilità che l'istituto – a causa dei problemi di *overdeterrence* descritti nel paragrafo che precede – nel prevenire il compimento di operazioni che sarebbero state efficienti per il mercato del controllo, finisca per danneggiare gli investitori che era inteso a tutelare.

Capitolo II

IL RUOLO DELLA *HIGHEST PRICE PAID RULE*

1. La centralità dei criteri di determinazione del prezzo nella disciplina dell'OPA obbligatoria e nella tutela degli interessi protetti.

Nell'ampio dibattito sul fondamento dell'OPA obbligatoria che si è tentato di ricostruire in questa sede, la regola che impone all'offerente di riconoscere a tutti gli azionisti della società *target* un prezzo pari al più elevato pagato per conseguire la partecipazione rilevante raramente è stata oggetto di specifica attenzione. La spiegazione di tale approccio potrebbe forse essere ricondotta, alternativamente:

- (i) alla convinzione che, una volta appurata la necessità (o, quanto meno, l'opportunità) di rendere obbligatoria la promozione di un'offerta totalitaria al ricorrere di determinate condizioni, il corrispettivo da riconoscersi per l'adesione alla stessa rappresenti un elemento secondario della disciplina;
- (ii) all'opinione che non vi siano alternative praticabili rispetto all'adozione di una regola di pari opportunità, per così dire, "pura".

Tuttavia, entrambe le posizioni appaiono difficilmente condivisibili. Con riferimento al profilo *sub (i)*, è appena il caso di rilevare che, tanto nella prospettiva della protezione degli azionisti di minoranza, quanto in quella dell'efficienza del mercato del controllo, il prezzo d'offerta svolge un ruolo essenziale nell'effettività della tutela apprestata dall'istituto. La funzione dell'OPA obbligatoria, infatti, comunque la si intenda, risulterebbe fortemente depotenziata in un sistema in cui l'offerente fosse libero di determinarne unilateralmente il corrispettivo¹¹⁸.

¹¹⁸ Sul punto si vedano, ad es., il *Report of the high-level Group of company law experts on issues related to Takeover Bid*, 45, ove l'accento è posto sulla tutela degli azionisti di minoranza: «A mandatory offer made for a price which was not equitable would not only fail to achieve such a protection, in that it would deprive the minority shareholders of an opportunity to sell their securities on fair terms. The absence of an equitable price requirement in a mandatory bid may also induce minority shareholders to sell their securities in a voluntary partial bid for a price which they do not deem to be equitable»;

Con riferimento al profilo *sub (ii)*, invece, è facile constatare come la previsione dell'obbligo di offerta non sempre sia accompagnata da un criterio di determinazione del prezzo che risponde alla *highest price paid rule*.

In Italia, ad esempio, prima della trasposizione della direttiva OPA, il secondo comma dell'art. 106 t.u.f. fissava il corrispettivo minimo dell'offerta obbligatoria nella «media aritmetica fra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall'offerente per acquisti di azioni ordinarie». La disposizione, oggetto di una soluzione di compromesso¹¹⁹, tendeva a ridurre il costo complessivo delle operazioni sul controllo societario, di fatto accordando all'offerente uno "sconto" sul corrispettivo per l'adesione da riconoscere agli oblati¹²⁰. Analoghi meccanismi, peraltro, erano previsti dalla maggior parte dei paesi europei che contemplavano, già prima della trasposizione della direttiva OPA, una qualche forma di obbligo di offerta¹²¹ (e sono tuttora previsti in alcuni ordinamenti extra UE)¹²².

In questo quadro, la scelta dell'ordinamento comunitario di armonizzare le previsioni nazionali¹²³ imponendo a tutti gli Stati membri l'adozione della regola del

nonché SCHUSTER, (nt. 20), 533, che valorizza, invece, il perseguimento dell'efficienza del mercato: «the significance of the obligation to make such a takeover offer depends primarily on the consideration to be offered by the bidder».

¹¹⁹ Cfr. DRAGHI, *Audizione parlamentare del 10 dicembre 1997 davanti alla Commissione Finanze e Tesoro della Camera dei deputati*, 9.

¹²⁰ L'inclusione nella base di calcolo della media di mercato, il cui valore non riflette interamente il premio di controllo eventualmente pagato, infatti, ha l'effetto di calmierare il prezzo dell'offerta. Tale effetto, tuttavia, è solo tendenziale (F. M. MUCCIARELLI, nt. 3, 150, nota 67); in effetti, la media di mercato, in un momento di calo delle quotazioni, non solo può rappresentare la componente di prezzo più elevata nella determinazione del prezzo d'offerta, ma addirittura può essere così alta da scoraggiare il compimento stesso dell'operazione (GATTI, nt. 3, 281). Sugli effetti distorsivi del ricorso alle medie di mercato nel calcolo del prezzo d'offerta si tornerà *infra*, § 3.3.

¹²¹ Sul punto si veda GATTI, (nt. 3), 279, nonché l'indagine sullo stato delle legislazioni nazionali in materia svolta nell'ambito del *Report of the high-level Group of company law experts on issues related to Takeover Bid*, 47.

¹²² Emblematico è l'esempio del Brasile, ove il corrispettivo minimo d'offerta è pari all'80% del prezzo pagato, a livello unitario, per l'acquisto del controllo (art. 254-A Lei das Sociedades Anonimas, n. 6404/1976). Per un approfondimento si rinvia a DAVIES - HOPT - RINGE, (nt. 3), 234.

¹²³ Sul punto si vedano ancora una volta le raccomandazioni contenute nel *Report of the high-level Group of company law experts on issues related to Takeover Bid*, 49: «The Group therefore recognises the

prezzo più alto pagato¹²⁴ appare tutt'altro che scontata¹²⁵ e richiede un'attenta riflessione sugli obiettivi di politica legislativa perseguiti per il suo tramite.

2.1 La regola del prezzo più alto pagato come espressione del principio di parità di trattamento: critica.

L'art. 106, comma 2, t.u.f., nell'imporre all'offerente di promuovere l'OPA «a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato», traduce la previsione contenuta nell'art. 5, par. 4, direttiva OPA, ove il prezzo massimo corrisposto dall'offerente viene identificato come «prezzo equo» e prescritto agli Stati membri quale parametro per la determinazione del corrispettivo d'offerta.

Nelle raccomandazioni del *Winter Report*, l'equità del prezzo così determinato è ricondotta al principio della parità di trattamento¹²⁶ (letteralmente: «*equal treatment of shareholders*»)¹²⁷, spesso invocato anche da una parte della dottrina per giustificare la previsione della regola del prezzo più alto pagato nell'ambito della disciplina

desirability of introducing at EU level a harmonised approach in providing a means for offerors to predict and ideally to determine the equitable price».

¹²⁴ Per il combinato disposto dei parr. 1 e 4 dell'art. 5 direttiva 2004/25/CE, infatti, il soggetto che, per effetto di acquisti, si trovi a detenere titoli in misura rilevante nella società *target* è tenuto a promuovere un'offerta al «prezzo massimo pagato per gli stessi titoli dall'offerente, o da persone che agiscono di concerto con lui, in un periodo, che spetta agli Stati membri determinare, di non meno di sei e non più di dodici mesi antecedenti».

¹²⁵ Si consideri, inoltre, che la precedente proposta di direttiva (GU C-162 del 6 giugno 1996) prevedeva, all'art. 10, che l'OPA obbligatoria (la cui previsione, peraltro, era facoltativa per gli Stati membri, che potevano prevedere in alternativa «altri strumenti adeguati o almeno equivalenti per la tutela degli azionisti di minoranza [della] società», ai sensi dell'art. 3) fosse promossa «a un prezzo rispondente all'obiettivo di tutelare [gli] interessi» degli azionisti di minoranza.

¹²⁶ Sulla centralità del principio nella ricostruzione dottrinale sull'OPA obbligatoria cfr., in senso critico, PAGANO - PANUNZI - ZINGALES, (nt. 25), 153, nonché WYMEERSCH, *Takeovers from a Comparative Perspective*, in *Seminario internazionale in materia di Opa. Atti del convegno (Roma, Palazzo Giustiniani, 29 maggio 1998)*, *Quaderni di Finanza Consob*, n. 32, 1999, 62.

¹²⁷ *Report of the high-level Group of company law experts on issues related to Takeover Bid*, 50. Si osservi, tuttavia, che il principio in questione non viene ripreso dalla direttiva OPA, la quale si limita, all'art. 3, par. 1, lett. a), ad affermare il (diverso) principio del «trattamento equivalente» (nella versione in lingua inglese, «*equivalent treatment*»), che nel *Winter Report* è, invece, ricollegato al «*payment of a higher price during or after the mandatory bid*» (v. § 2.2). Sebbene la differenza tra l'uno e l'altro principio possa sembrare, a prima vista, di scarso rilievo, essa fornisce, in realtà, un argomento testuale a supporto della tesi dell'estraneità del principio della parità di trattamento alla regola del prezzo più alto pagato (v. *infra* nel testo).

dell'OPA obbligatoria¹²⁸. In particolare, la regola rappresenterebbe un mero corollario del principio in questione, nella visione di quegli Autori che individuano la *ratio* dell'obbligo di offerta nell'esigenza di redistribuire fra tutti gli azionisti il premio pagato dall'offerente per il controllo¹²⁹. Anche a tacere dei già evidenziati limiti della tesi in discorso (v. *supra*, cap. I, § 2.2), tuttavia, l'invocazione del principio di parità di trattamento non appare pertinente con riferimento alla *highest price paid rule*.

In effetti, non è ravvisabile, nell'ordinamento nazionale o sovranazionale, un principio generale di portata così ampia da giustificare l'attribuzione a ciascun azionista del diritto di dismettere la propria partecipazione *alle stesse condizioni* del socio di controllo uscente¹³⁰. Infatti, anche ove la parità di trattamento tra gli azionisti viene espressamente affermata¹³¹, ovvero desunta come principio di sistema¹³², essa

¹²⁸ Così, fra gli altri, TOLA, *La Direttiva europea in materia di OPA: prime riflessioni*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2005, 496; RABITTI BEDOGNI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di Amoroso, 2008, Giuffrè, 289; TRISCORNIA, *Opa: reinvestimento del valore e parità di trattamento*, in *Riv. soc.*, 2017, 998; FORNASARI, (nt. 34), 852; DEL GATTO, *Il potere di rideterminazione del prezzo da parte della Consob in caso di collusione e il problema della certezza del diritto in caso di provvedimenti delle autorità indipendenti* (nota a Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330), in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2018, 298.

¹²⁹ In questo senso si veda, ad es., ANNUNZIATA – LIACE, sub art. 106, in *Commentario all'offerta pubblica d'acquisto*, a cura di Fauceglia, Giappichelli, 2010, 143; la correlazione è riportata anche da WEIGMANN, (nt. 45), 913.

¹³⁰ Con riferimento all'ordinamento UE, si veda, in particolare, l'inequivocabile tenore della pronuncia Corte Giust. UE, 15 ottobre 2009, C-101/08: «il diritto comunitario non contempla un principio generale di diritto in virtù del quale gli azionisti di minoranza sono tutelati mediante l'obbligo a carico dell'azionista dominante, che acquisisca o eserciti il controllo di una società, di offrire loro di acquistare le azioni da essi detenute alle stesse condizioni convenute in occasione dell'acquisto della partecipazione che ha conferito o rafforzato il controllo dell'azionista dominante». La sentenza assume il valore di "interpretazione autentica", dal momento che la giurisprudenza della Corte di Giustizia costituisce a tutti gli effetti fonte del diritto comunitario, spiegando la sua efficacia direttamente negli ordinamenti nazionali di ogni Stato membro (cfr. ANNUNZIATA, *Riflessi organizzativi della rinnovata disciplina in materia di market abuse*, in *Società*, 2016, 172).

¹³¹ Per l'ordinamento italiano, la norma di riferimento è l'art. 92, comma 1, t.u.f., ai sensi del quale «Gli emittenti quotati e gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine assicurano il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni». Sulla portata della stessa, anche alla luce della riforma del diritto societario di cui al d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, si veda F. M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. Soc.*, 2004, 180.

¹³² Cfr. MONTANARI, *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 899. In termini più generali, DAVIES (nt. 72), 13, rintraccia «a presumption in all company laws in favour of equal treatment of shareholders of the same class», non

opera esclusivamente sul piano dei rapporti tra la società e i suoi organi, da un lato, e gli azionisti, dall'altro¹³³, ma non si estende al diverso piano dei rapporti interni tra azionisti, né tantomeno a quello dei rapporti fra questi ultimi e i terzi¹³⁴. Al contrario, la regola del prezzo più alto pagato attribuisce agli azionisti una pretesa nei confronti non già della società (e neppure del socio di controllo uscente), bensì del soggetto intenzionato ad acquisirne il controllo, che – in quanto tale – è terzo rispetto all'organizzazione societaria¹³⁵.

Quanto al principio del "trattamento equivalente", enunciato dall'art. 3, par. 1, lett. a) direttiva OPA, esso parrebbe limitarsi ad imporre il rispetto della parità di trattamento tra gli oblati *nell'ambito del procedimento di offerta*¹³⁶, senza distinguere, quanto alla sua portata applicativa, fra offerte volontarie e obbligatorie¹³⁷ e, soprattutto, senza fornire alcuna indicazione sulla questione, logicamente anteriore, della necessità di promuovere l'OPA a un certo prezzo. Pertanto, non pare possibile

priva di significative eccezioni, ma ugualmente esclude che sulla stessa si fondi la disciplina dell'OPA obbligatoria, sulla base di argomentazioni in parte coincidenti con quelle svolte di seguito nel testo.

¹³³ Così anche l'art. 92 t.u.f., che impone il rispetto della parità di trattamento agli «emittenti quotati»; in tal senso si veda, ad. es., WEIGMANN, nota a Trib. Milano, 9 giugno 2005, in *Giur. it.*, 1652.

¹³⁴ Sul punto si veda SKOG, *Se l'opa obbligatoria sia davvero necessaria. Riflessioni critiche alla luce del sistema svedese*, in *Riv. soc.*, 1995, 1006.

¹³⁵ Cfr. GATTI, (nt. 3), 146, con riferimento alla disciplina dell'OPA obbligatoria nel suo complesso. Sul rapporto fra obbligo di offerta e parità di trattamento, con specifico riferimento al criterio di determinazione del corrispettivo per l'adesione, si veda altresì MAUGERI, (nt. 58), 116, secondo cui il richiamo al principio in questione nel contesto dell'OPA obbligatoria può servire eventualmente a segnalare l'esigenza di risolvere un conflitto interno alla compagine sociale, attraverso il riferimento alla prospettiva di mercato in cui esso si inserisce.

¹³⁶ Per la distinzione fra «*equality within the bid*», «*equality between offerees and sellers outside the offer*» e «*equal treatment upon a change of control*», si veda DAVIES, (nt. 72), 12.

¹³⁷ In effetti, la previsione, inserita fra i «principi generali» validi ai fini dell'applicazione dell'intera direttiva (che, come noto, disciplina il complessivo fenomeno delle offerte pubbliche d'acquisto, dedicando un solo articolo all'OPA obbligatoria), afferma genericamente la necessità che «tutti i possessori di titoli di una società emittente della stessa categoria [beneficino] di un trattamento equivalente», senza riconnetterla allo specifico scenario del ricambio del controllo societario. A quest'ultimo profilo, infatti, è dedicata soltanto la seconda parte della disposizione, che si richiama esclusivamente all'esigenza di protezione degli azionisti di minoranza («*inoltre*, se una persona acquisisce il controllo di una società, gli altri possessori di titoli devono essere tutelati»). La notazione risulta confermata dal fatto che il principio sia ripreso, a livello di ordinamento nazionale, dall'art. 103, comma 1, t.u.f. («L'offerta è rivolta a *parità di condizioni* a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto»), dettato in materia di offerte pubbliche d'acquisto in genere.

invocare tale principio a fondamento dell'offerta obbligatoria in generale e della regola del prezzo più alto pagato in particolare.

Del resto, che non sia la parità di trattamento a ispirare la *highest price paid rule* appare confermato dalla circostanza che la regola, imponendo di promuovere l'OPA al prezzo *più elevato* pagato nel periodo precedente, ammette pacificamente che alcuni degli azionisti, avendo ceduto la propria partecipazione al futuro offerente appena prima della comunicazione del sorgere dell'obbligo di offerta, ricevano un corrispettivo unitario inferiore rispetto agli oblati titolari di azioni della medesima categoria¹³⁸.

Una simile eventualità, infatti, potrebbe verificarsi tanto nelle scalate di società contendibili, quanto nel trasferimento del controllo di società non contendibili. Nel primo caso è verosimile che l'offerente raggiunga la soglia rilevante a seguito dell'acquisto di azioni sul mercato a prezzi via via crescenti, sicché il prezzo "più alto" coincida con quello pagato in occasione dell'ultimo acquisto in ordine cronologico; tuttavia, nulla impedisce che, a causa di oscillazioni nel valore di borsa del titolo nel periodo precedente (anche indipendenti dal tentativo scalata), il prezzo "più alto" risulti quello pagato dall'offerente diversi mesi prima del lancio dell'OPA¹³⁹. Nel secondo caso, invece, è quanto meno ipotizzabile che l'acquirente del pacchetto di controllo abbia acquistato ulteriori azioni sul mercato nel periodo precedente, ovvero abbia concluso altri accordi fuori mercato, per l'acquisto di partecipazioni detenute da uno o più soci di minoranza, a prezzi inferiori rispetto a quello concordato nella trattativa con il socio di controllo uscente¹⁴⁰. L'elemento

¹³⁸ In senso analogo, MOSCA, *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di opa. Note a margine del caso Sai-Fondiaria*, in *Riv. soc.*, 2007, 1324.

¹³⁹ Questo scenario non è infrequente nelle scalate ostili, ove la società può diventare un bersaglio più facile per l'acquirente in un momento di calo delle quotazioni, provocato da una tendenza del mercato a sottovalutare i suoi titoli: sul punto si veda, ad es., STEIN, *Takeover Threats and Managerial Myopia*, in *96 J. Political Econ.*, 1988, 76.

¹⁴⁰ La considerazione esposta nel testo, peraltro, mette ulteriormente in discussione la ricostruzione teorica che rintraccia il fondamento dell'OPA obbligatoria nell'esigenza di redistribuire il premio di

comune ai diversi scenari tratteggiati è una sostanziale, e fisiologica¹⁴¹, *disparità di trattamento* tra azionisti¹⁴², a cui l'ordinamento non si preoccupa di ovviare¹⁴³, a differenza di quanto avviene con gli acquisti effettuati durante l'offerta e immediatamente dopo la sua chiusura.

2.2 (segue) trattamento equivalente e *best price rule*.

Se il principio del trattamento equivalente appare estraneo alla *ratio* della regola del prezzo più alto pagato, esso risulta, invece, connesso alla previsione della *best price rule*, già richiamata a proposito della tutela della scelta non distorta degli oblati (v. *supra*, § 2.4). Con tale espressione si allude comunemente alla regola che impone all'offerente, per l'intera durata dell'offerta (ed eventualmente per un periodo determinato successivo alla sua chiusura), di estendere ogni incremento di prezzo a tutti gli azionisti della *target*, compresi coloro che abbiano accettato in precedenza¹⁴⁴. Essa è formulata, nella direttiva OPA, dalla seconda parte dell'art. 5, par. 4¹⁴⁵, e tradotta, nell'ordinamento nazionale, dall'art. 42 Regolamento Emittenti, che

maggioranza (eventualmente) pagato al socio di controllo uscente tra *tutti* gli azionisti (in proposito si rinvia al cap. I, § 2.2).

¹⁴¹ A conferma dell'ordinarietà di una pluralità acquisti effettuati nell'arco temporale rilevante per la determinazione del prezzo d'offerta, si veda, ad es., l'art. 106, comma 2-bis, t.u.f, ai sensi del quale l'offerente che abbia intenzione di proporre un corrispettivo in titoli deve offrire, almeno come alternativa, un corrispettivo in contanti, qualora abbia acquistato in denaro titoli della società *target* "nel periodo di cui al comma 2" (in proposito cfr. anche MAUGERI, *Offerta pubblica d'acquisto e informazioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 298).

¹⁴² Sul punto si veda anche F. M. MUCCIARELLI, (nt. 3), 54.

¹⁴³ In proposito, la configurazione degli acquisti precedenti al lancio dell'offerta alla luce della disciplina degli abusi di mercato meriterebbe una trattazione separata; sul punto, sia permesso rinviare a CADORIN, *OPA per il delisting fra insider di se stesso ed efficienza del mercato* (nota a Cass., 16 ottobre 2017, n. 24310), in *Giur. comm.*, 2019, II, 125.

¹⁴⁴ Così, ad es., GATTI (nt. 3), 54; MUCCIARELLI, (nt. 3), 53; ENRIQUES - GATTI, (nt. 32), 61. Non di rado, tuttavia, la locuzione "*best price rule*" si trova impiegata anche in relazione alla regola del prezzo più alto pagato nel contesto dell'OPA obbligatoria. Nondimeno, poiché appare indispensabile mantenere una chiara distinzione fra le due norme, nella presente trattazione si continuerà a riferirsi a quest'ultima come "*highest price paid rule*", mentre si utilizzerà l'espressione "*best price rule*" esclusivamente nell'accezione indicata nel testo.

¹⁴⁵ A mente del quale «Se, dopo che l'offerta è stata resa pubblica e prima che venga chiusa per l'accettazione, l'offerente o qualsiasi persona che agisca di concerto con lui acquista titoli a un prezzo superiore a quello dell'offerta, l'offerente deve aumentare la sua offerta a non meno del prezzo massimo pagato per i titoli così acquistati».

significativamente ricade tra le disposizioni applicabili alle offerte pubbliche di acquisto e di scambio in generale (non soltanto, quindi, a quelle obbligatorie)¹⁴⁶. La *best price rule*, del resto, non è estranea ai sistemi giuridici che non contemplano l'istituto dell'OPA obbligatoria¹⁴⁷ ed è autonoma rispetto a quest'ultimo.

La regola è sostanzialmente volta ad impedire all'offerente di alterare l'esito dell'offerta attraverso una discriminazione tra gli oblati, grazie alla quale egli potrebbe conseguire il controllo più agevolmente e a costi inferiori, ad esempio offrendo un corrispettivo maggiore ai soli azionisti la cui adesione sia determinate per il successo dell'OPA¹⁴⁸. Tuttavia, come si è già avuto modo di chiarire¹⁴⁹, il divieto

¹⁴⁶ La previsione, rubricata "norme di correttezza", al primo comma afferma il principio di «parità di trattamento dei destinatari dell'offerta», rievocando la nozione di *equality within the bid* (cfr. nt. 136). Al secondo comma, essa impone di adeguare il corrispettivo di offerta agli incrementi di prezzo riconosciuti, nel periodo compreso tra la comunicazione ex art. 102 t.u.f. e la data ultima di pagamento del corrispettivo, dall'offerente e dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo, che abbiano «acquistato i prodotti finanziari oggetto di offerta, ovvero assunto posizioni lunghe aventi come sottostante tali prodotti». Il terzo comma estende, invece, l'operatività dell'obbligo di adeguamento del corrispettivo (da adempiersi «attraverso l'attribuzione di un conguaglio agli aderenti all'offerta») agli acquisti effettuati nei sei mesi successivi alla data ultima di pagamento, purché superiori a un quantitativo minimo. Il quarto comma, infine, esclude dall'applicazione di tali obblighi le «operazioni di compravendita effettuate a condizioni di mercato nell'ambito dell'attività di negoziazione per conto proprio» non eccedenti le soglie quantitative indicate (a quest'ultimo proposito, v. anche cap. III, § 1.3). Tale declinazione della *best price rule*, se da un lato ha il merito di ricomprendere anche gli acquisti di titoli diversi dalle azioni e gli incrementi di prezzo successivi alla chiusura dell'offerta nel suo raggio d'azione (cfr. A. MORELLO, *Il procedimento d'offerta*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di Stella Richter jr., Giappichelli, 2011, 97), dall'altro appare depotenziata dall'interpretazione che esclude la rilevanza del prezzo pattuito per l'acquisto di obbligazioni convertibili (cfr. Comunicazione Consob 23 novembre 2011, n. 11094379), nonché dalla previsione di quantitativi minimi (c.d. "soglie di tolleranza", introdotte per "alleggerire" la disciplina, «accogliendo alcune delle richieste del mercato»: cfr. CONSOB, *Secondo Documento di consultazione. Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 18 febbraio 2011, 9).

¹⁴⁷ Per il diritto federale statunitense, cfr. la SEC Rule 14d-10.

¹⁴⁸ Sul punto si vedano, GATTI, (nt. 3), 57, nonché DAVIES, (nt. 72), 5. Per un'ipotesi di attuazione in concreto di una simile strategia discriminatoria, in elusione della *best price rule*, nell'ambito di un'OPA volontaria soggetta al diritto tedesco, cfr. GRANT - KIRCHMAIER - C. A. NIGRO, *Convertible bonds and the best price rule: the Celesio case*, in *European Takeovers: The Art of Acquisition*, a cura di Grant, Globe Law and Business, 2018, 39. Nella vicenda oggetto della pronuncia in commento, la questione fondamentale gravita attorno alla rilevanza degli acquisti di obbligazioni convertibili ai fini degli incrementi di prezzo; in proposito, la Corte Federale di Giustizia tedesca perviene a una risposta affermativa, rovesciando l'orientamento espresso dall'Autorità di vigilanza nazionale. In Italia, come detto, la Consob propende per la tesi opposta: cfr. Comunicazione 23 novembre 2011, n. 11094379, citata alla nt. 146.

di simili comportamenti discriminatori non appare ispirato, come pure è stato sostenuto¹⁵⁰, a una mera logica egualitaria, ma tutela soprattutto la scelta non distorta da parte degli azionisti. Infatti, se l'offerente potesse assicurarsi il buon esito dell'operazione riservando trattamenti preferenziali ad alcuni azionisti, gli oblati stimerebbero il successo dell'offerta più probabile, con la conseguenza che sarebbero a loro volta più propensi ad aderire, pur ricevendo un corrispettivo inferiore¹⁵¹.

In questo senso, il principio del trattamento equivalente, su cui si fonda la previsione della *best price rule* da parte della direttiva OPA, appare anch'esso funzionale al perseguimento della tutela degli investitori e, per il suo tramite, dell'efficienza del mercato del controllo societario¹⁵².

3.1 Il contributo della *highest price paid rule* nella funzione di filtro contro le operazioni inefficienti: prevedibilità del costo massimo dell'operazione.

Anche per quanto riguarda la determinazione del prezzo dell'OPA obbligatoria, l'efficienza del mercato del controllo appare il principale obiettivo perseguito dalla disciplina. Si è detto, infatti, che l'istituto rappresenta un potente argine contro le acquisizioni inefficienti – ossia quelle che comportano una diminuzione nel prezzo di mercato delle azioni a seguito della (incorporazione nel prezzo di borsa della notizia relativa alla) acquisizione, grazie a un meccanismo che opera in modo differente a seconda della struttura proprietaria della società bersaglio¹⁵³. Quando, infatti, in presenza di un azionariato concentrato, il pacchetto di maggioranza viene ceduto “in blocco” dal socio di controllo uscente, l'obbligo di estendere il premio pagato a quest'ultimo agli azionisti di minoranza disincentiva l'offerente dal realizzare

¹⁴⁹ Si veda in proposito il cap. I, § 2.4 e nt. 80.

¹⁵⁰ In questo senso sembra argomentare lo stesso *Report of the high-level Group of company law experts on issues related to Takeover Bid*, 50.

¹⁵¹ Sul punto si veda GATTI, (nt. 3), 57.

¹⁵² A proposito della complementarità tra la prospettiva della protezione degli azionisti di minoranza e la tutela dell'efficienza del mercato, cfr. cap. I, § 2.6.

¹⁵³ V. *supra*, cap. I, § 2.5.

operazioni che presumibilmente non gli consentano di incrementare il valore delle azioni della *target*¹⁵⁴. Quando, invece, viene scalata una società contendibile, l'elevato rischio che le minoranze – temendo che il nuovo socio di controllo le espropri in via sistematica e irreversibile – aderiscano in massa all'offerta scoraggia lo scalatore dal realizzare un'operazione la cui convenienza risieda esclusivamente nella possibilità di incamerare benefici privati del controllo¹⁵⁵.

Ebbene, secondo questa prospettiva, in primo luogo è essenziale¹⁵⁶ che l'offerente sia posto nelle condizioni di conoscere in anticipo l'importo massimo che potrà essere chiamato a corrispondere agli azionisti qualora attivasse l'obbligo di offerta, perché altrimenti non sarebbe in grado di valutare preventivamente se l'operazione gli consenta di recuperare i costi sostenuti per l'offerta attraverso la valorizzazione della società *target* e, conseguentemente, di decidere di astenersi dal compierla in caso negativo. La prevedibilità del costo massimo associato alla promozione dell'offerta, in questo senso, rappresenta una componente fondamentale della funzione di filtro contro le acquisizioni inefficienti svolta dall'obbligo di OPA: se tale costo non fosse prevedibile, infatti, l'istituto perderebbe la propria capacità di selezionare preventivamente le operazioni idonee ad accrescere il valore della società *target* da quelle a rischio di incidere negativamente su tale valore. Inoltre, tale imprevedibilità genererebbe un contesto di incertezza, nel quale le operazioni sul controllo societario in genere sarebbero disincentivate, con conseguente stagnazione del mercato¹⁵⁷.

¹⁵⁴ In altri termini, l'istituto consente di internalizzare le esternalità negative della transazione: cfr. cap. I, § 2.5.1.

¹⁵⁵ In questo caso l'OPA obbligatoria risolve un problema di azione collettiva, schematizzabile nel noto dilemma del prigioniero: cfr. cap. I, § 2.5.2, in particolare nt. 103 (pur con il limite, evidenziato alla nt. 106, dell'incapacità dell'istituto a prevenire acquisizioni "striscianti").

¹⁵⁶ Si tratta di condizione necessaria, ma non sufficiente, per le ragioni che saranno chiarite *infra*, § 3.2.

¹⁵⁷ In questo senso sembrerebbe esprimersi anche il *Report of the high-level Group of company law experts on issues related to Takeover Bid*, 49: «an efficient functioning of the capital markets in the European Union requires a sufficient degree of predictability as to the consideration to be offered in a mandatory bid. It is indeed a major disincentive to the acquisition of control if such acquisition imposes an obligation to bid but the price to be paid is not predictable».

In quest'ottica, allora, la *highest price paid rule* contribuisce a prevenire le acquisizioni inefficienti anzitutto perché consente all'offerente di stimare con esattezza quanto potrà essere chiamato, al massimo, a corrispondere agli azionisti in sede di OPA, dal momento che tale valore è direttamente proporzionale a quanto egli ha già pagato per conseguire la partecipazione rilevante.

3.2 (segue) il prezzo più alto come prezzo "equo".

La *highest price paid rule* non è, per vero, l'unico meccanismo astrattamente ipotizzabile per rendere predeterminabile l'esborso (massimo) necessario per realizzare un'operazione sul controllo societario: il medesimo obiettivo si conseguirebbe anche qualora, ad esempio, il corrispettivo da riconoscere agli oblati corrispondesse a una frazione del prezzo più elevato pagato per ottenere la partecipazione rilevante. D'altro canto, la prevedibilità del costo complessivo dell'operazione non è di per sé sufficiente a evitare inefficienze: se tale costo, previsto nel suo esatto ammontare, risultasse sostenibile per il potenziale offerente anche qualora egli non intendesse aumentare il valore della *target*, nulla impedirebbe il compimento di trasferimenti dannosi e acquisizioni meramente espropriative¹⁵⁸. È evidente, pertanto, che il ruolo della regola in esame nell'ambito di una disciplina complessivamente volta a tutelare l'efficienza del mercato del controllo societario non può essere ridotto alla sola conoscibilità *ex ante* del costo massimo associato alla scalata.

La specificità della *highest price paid rule*, in effetti, risiede nell'imporre al potenziale offerente di prepararsi ad acquistare tutte le azioni a un corrispettivo che viene definito "equo" (art. 5, par. 4, direttiva OPA). Tale equità, tuttavia, non discende dalla pretesa conformità a un (inesistente in questi termini) principio di parità di

¹⁵⁸ Questo accadrebbe, tra l'altro, nel vigore di una regola di mercato "pura" (cfr. BEBCHUK, nt. 7, 966, nonché SCHUSTER, nt. 20, 548), ove l'acquirente non sarebbe tenuto a sostenere costi ulteriori rispetto a quanto complessivamente già investito per conseguire la partecipazione necessaria a esercitare il controllo, di fatto o di diritto, sulla *target*.

trattamento¹⁵⁹, ma dalla circostanza che il “prezzo più alto pagato” incorpora il valore capitalizzato dei benefici privati del controllo (se la *target* è una società a proprietà concentrata)¹⁶⁰, ovvero remunera la definitiva perdita di contendibilità (se la *target* è una società ad azionariato diffuso)¹⁶¹. Per effetto di una simile imposizione, allora, il soggetto intenzionato a conseguire il controllo dell'emittente si asterrà dal compiere l'operazione qualora non preveda di incrementare il valore delle azioni della stessa in misura almeno sufficiente a coprire tali componenti di prezzo, garantendosi così che la convenienza economica della stessa non venga meno neppure in caso di adesione totalitaria degli oblati¹⁶².

In questo senso, solo in combinazione con la regola del prezzo più alto pagato l'obbligo di OPA totalitaria può assolvere efficacemente alla funzione di filtro contro trasferimenti e acquisizioni inefficienti per il mercato del controllo societario¹⁶³.

¹⁵⁹ Cfr. quanto sostenuto in proposito *supra*, § 2.1.

¹⁶⁰ A proposito dell'incidenza del premio di controllo nei trasferimenti del controllo societario, si rinvia a quanto detto *supra*, cap. I, §§ 2.2 e 2.5.12.2.

¹⁶¹ Fino a che una società quotata è contendibile, infatti, le azioni in mano alla minoranza incorporano una componente di prezzo costituita dal valore atteso di un premio di controllo, che viene meno quando il controllo è portato fuori dal mercato: cfr. GATTI, (nt. 3), 171 e cap. I, § 2.3.

¹⁶² Perché l'operazione risulti vantaggiosa per l'offerente, infatti, è necessario che le azioni che egli si trovi a detenere all'esito dell'OPA abbiano un valore non inferiore al costo complessivamente sostenuto per acquistarle. Nell'ipotesi in cui l'offerente consegua il controllo totalitario sulla *target*, poiché è venuta meno la possibilità stessa di estrarre benefici privati del controllo a danno delle minoranze (v. nt. 107 e testo corrispondente), il valore di ciascuna azione rispecchierà soltanto, oltre alla corrispondente frazione del patrimonio sociale – la cui consistenza si presume invariata all'indomani dell'operazione – le prospettive reddituali e finanziarie associate all'esercizio dell'impresa da parte del nuovo soggetto controllante (nella prospettiva dell'unico proprietario delle azioni, infatti, le stesse vengono in considerazione prevalentemente come partecipazione all'attività di impresa, sicché per la loro valutazione è opportuno riferirsi alle utilità economiche future da ricavabili dall'impresa stessa, più che al loro “valore di scambio” sul mercato regolamentato: v. nt. 187). In questi termini, l'unica possibilità per l'offerente di coprire i costi sostenuti per promuovere l'OPA al prezzo più alto pagato risiede nel miglioramento di tali prospettive sotto la propria gestione, grazie alla creazione di sinergie ed economie di scala, ovvero all'ideazione di nuovi progetti imprenditoriali.

¹⁶³ In proposito, è sufficiente osservare che i modelli su cui si fonda la tesi dell'attitudine della *mandatory bid rule* a prevenire le acquisizioni inefficienti (i) muovono dall'assunto che l'offerente riconosca a tutti gli azionisti il prezzo pagato per conseguire il controllo e (ii) perderebbero la propria validità al suo venir meno: cfr. BEBCHUK, (nt. 7), 968, nonché SCHUSTER, (nt. 20), 552.

3.3 Le inefficienze connesse all'utilizzo di criteri ibridi di determinazione del prezzo d'offerta.

Come anticipato, il costo connesso all'implementazione di una disciplina idealmente in grado di prevenire *tutte* le operazioni inefficienti¹⁶⁴ consiste nella preclusione anche di una parte delle operazioni potenzialmente efficienti per il mercato del controllo¹⁶⁵. Nel dichiarato intento di limitare tale effetto (iper)deterrente¹⁶⁶, la ricordata regola sul prezzo d'offerta prevista dal Testo Unico della Finanza anteriormente all'attuazione della direttiva OPA fissava il corrispettivo minimo dell'offerta obbligatoria nella «media aritmetica fra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall'offerente per acquisti di azioni ordinarie»¹⁶⁷. In effetti, consentendo all'offerente di riconoscere agli azionisti di minoranza un prezzo unitario tendenzialmente inferiore a quello pagato per conseguire la partecipazione rilevante, la regola rendeva mediamente meno costose le operazioni sul controllo societario¹⁶⁸.

Tuttavia, due ordini di considerazioni impediscono di accogliere la tesi che ritiene preferibile, nella prospettiva dell'efficienza del mercato del controllo societario, una regola che, al pari della previgente disposizione del t.u.f., impieghi un criterio ibrido,

¹⁶⁴ Resta fermo, naturalmente, quanto precisato in ordine all'inidoneità dell'istituto a contrastare efficacemente il fenomeno delle *creeping acquisitions* (cfr. nt. 106). A ben vedere, tuttavia, ciò che permette che in simili ipotesi acquisizioni potenzialmente inefficienti per il mercato del controllo societario abbiano successo è proprio la mancata attivazione del meccanismo dell'OPA obbligatoria.

¹⁶⁵ In tema di *overdeterrence* si veda quanto detto nel cap. I, § 2.5.3.

¹⁶⁶ Cfr. DRAGHI, (nt. 119), 9: «La commissione ritiene che questa regola sia premiante per gli investitori che aderiscono all'OPA, poiché non disincentiva troppo i soggetti interessati all'acquisizione del controllo». Analogamente, la Comunicazione Consob, 30 dicembre 1999, n. DIS/99095232 esplicita che «l'introduzione, quale parametro per il calcolo del prezzo dell'opa successiva, del prezzo di mercato degli ultimi dodici mesi persegue l'obiettivo - a fronte dell'obbligo di promuovere l'offerta sulla totalità delle azioni dell'emittente - di non rendere eccessivamente oneroso il trasferimento del controllo delle società quotate».

¹⁶⁷ Art. 106, comma 2, t.u.f., in vigore fino all'introduzione del d. lgs. 19 novembre 2007, n. 229 (citato *supra*, § 1).

¹⁶⁸ In questo senso, ad es., da WEIGMANN, (nt. 45), 914; COSTI, (nt. 1), 95; VENTORUZZO, (nt. 7), 208, nonché ENRIQUES, (nt. 4), 42, ove l'Autore ritiene la previsione comunque insufficiente allo scopo di non disincentivare eccessivamente il ricambio del controllo societario. In proposito si vedano, tuttavia, le precisazioni svolte alla nt. 120, riprese di seguito nel testo.

fondato anche sulle medie di mercato, per la determinazione del prezzo d'offerta, rispetto alla *highest price paid rule*.

In primo luogo, non è detto che l'ingresso della media ponderata di mercato nella base di calcolo comporti una riduzione del corrispettivo per l'adesione all'OPA. Tendenzialmente, questo avverrà in una situazione in cui tanto i mercati, quanto i titoli oggetto dell'offerta, siano in fase di rialzo, ma non nell'opposto scenario in cui sia riscontrabile un calo delle quotazioni, dovuto a una situazione di temporanea crisi della *target*¹⁶⁹ o del settore in cui opera, ovvero a un generalizzato ribasso dei mercati. In questa seconda ipotesi, non solo il «prezzo medio ponderato di mercato» può rappresentare la componente di prezzo più elevata nella determinazione del prezzo d'offerta¹⁷⁰, ma addirittura può essere così alto da scoraggiare la stessa realizzazione dell'operazione¹⁷¹. In termini più generali, il ricorso alle medie di mercato crea effetti distorsivi, perché porta a tenere conto di informazioni già scontate dal mercato e probabilmente non più rilevanti¹⁷².

In secondo luogo, qualunque deviazione dalla *highest price paid rule*, per le ragioni già diffusamente esposte, implica che la disciplina dell'OPA obbligatoria perda la propria attitudine a selezionare le operazioni idonee ad accrescere il valore della

¹⁶⁹ Naturalmente il problema si pone solo fuori dalla fattispecie di esenzione di cui all'art. 106, comma 5, lett. a) e 49, comma 1, lett. b) Regolamento Emittenti.

¹⁷⁰ In questo senso si veda F. M. MUCCIARELLI, (nt. 3), 150, nota 67.

¹⁷¹ Cfr. GATTI, (nt. 3), 281. Come rileva lo stesso Autore, non è possibile misurare gli effetti di questo deterrente nel vigore della precedente disciplina, perché non si conosce il numero di acquisizioni non realizzate a causa dell'effetto sul prezzo d'offerta (e quindi sul costo complessivo dell'operazione) di medie di mercato troppo elevate, non più in linea con i valori attuali del titolo.

¹⁷² In senso analogo, VENTORUZZO, (nt. 7), 198: «the longer the time framework taken into account, the higher the risk of including prices that are unrelated to the current corporate situation». A conferma dei problemi applicativi che potrebbero derivare dal ricorso alle medie di mercato, GATTI, (nt. 3), 282, nota 66 analizza le problematiche connesse al criterio di valorizzazione della partecipazione del socio recedente da società quotata, dettato dall'art. 2437-ter, comma 3, c.c. (in proposito v. nt. 67). Tale previsione, infatti, in una situazione in cui la media aritmetica dei prezzi di chiusura sia superiore al valore corrente delle azioni, potrebbe addirittura incentivare arbitraggi a detrimento del patrimonio sociale da parte degli azionisti di minoranza, i quali potrebbero rastrellare azioni sul mercato, per poi recedere ottenendo un valore di liquidazione superiore. Una simile strategia, in effetti, è resa praticabile dalla circostanza che la disciplina codicistica non richiede che il recedente sia titolare delle azioni da un momento anteriore a quello in cui è stata diffusa l'informazione relativa alla causa di recesso.

società *target* da quelle a rischio di incidere negativamente su tale valore. In altre parole, l'abbassamento del prezzo d'offerta, quando effettivamente operante, consente che siano realizzati anche trasferimenti dannosi per il mercato del controllo societario¹⁷³.

Alla luce di simili considerazioni, una parziale conferma della preferenza del mercato per la regola del prezzo più alto pagato può, forse, rinvenirsi nella constatazione che, negli anni immediatamente precedenti alla sua introduzione, diverse offerte pubbliche obbligatorie promosse su società quotate in Italia allineavano già spontaneamente il corrispettivo offerto a quello più elevato pagato per conseguire la partecipazione rilevante¹⁷⁴, a possibile indicazione del fatto che gli operatori economici avessero individuato il punto di equilibrio ottimale in questo criterio¹⁷⁵.

4.1 Il riferimento al prezzo (più alto) pagato in presenza di acquisti a titolo oneroso: la rilevanza dell'equilibrio contrattuale nella determinazione del valore di scambio della partecipazione.

¹⁷³ È pur vero a che, a fronte dello svantaggio rappresentato dal compimento di alcune operazioni inefficienti, una regola che accordi uno "sconto" sul prezzo d'offerta potrebbe rendere realizzabili operazioni efficienti che l'applicazione rigida della *highest price paid rule* avrebbe, invece, precluso. Tuttavia, in un sistema in cui lo sconto in questione dipende da un fattore esogeno quale la media di mercato registrata dai titoli oggetto dell'OPA nel periodo precedente, la convenienza economica dell'operazione – e quindi la sua praticabilità, nella prospettiva del potenziale offerente – viene di fatto disancorata dalla sua attitudine a creare valore per gli azionisti della società *target*.

¹⁷⁴ F. M. MUCCIARELLI, (nt. 3), 150, nota 68 riporta, ad esempio, che nel 2006 – anno precedente all'attuazione in Italia della direttiva OPA – sono state promosse al prezzo più alto pagato le offerte di BNP Paribas su BNL, di Generali su Toro Assicurazioni, di ERG su EnerTAD e di Lazio Events su S.S. Lazio.

¹⁷⁵ Si consideri, tuttavia, che la scelta di offrire un prezzo superiore a quello minimo definito per legge potrebbe essere interpretata dal mercato come un segnale che la scalata non sia espropriativa (cfr. RONDINELLI, sub *art. 106*, in *La disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto* a cura di Pederzini, in *NLCC*, 2010, 134), in modo che gli investitori sofisticati decidano di non aderirvi, ritenendo che il valore delle azioni sia destinato ad aumentare sotto la nuova gestione (cfr. cap. I, § 2.5.2). In questo senso, la decisione di promuovere l'OPA al prezzo più alto pagato in assenza di un obbligo legale in tal senso potrebbe essere anche motivata nell'intenzione di contenere i costi connessi all'acquisizione, sfruttando il descritto fenomeno di *free-riding*.

Prescindendo da ogni riferimento alle medie di mercato, la *highest price paid rule* valorizza, ai fini della determinazione del corrispettivo per l'adesione all'OPA, esclusivamente le condizioni a cui l'offerente ha acquistato i titoli oggetto dell'offerta. La norma presuppone, quindi, che il futuro offerente abbia proceduto all'acquisto di azioni o strumenti finanziari nella società *target*. Effettivamente, affinché sorga l'obbligo di promuovere un'offerta ai sensi dell'art. 5, par. 1, direttiva 2004/25/CE, non è sufficiente la detenzione di una partecipazione che conferisca diritti di voto «in una percentuale tale da esercitare il controllo» sull'emittente, ma si richiede altresì che tale partecipazione sia stata conseguita, in tutto o in parte, «per effetto di propri acquisti» (ovvero di acquisti delle persone che agiscono di concerto con il medesimo: v. *infra*, par. § 5.3).

È pur vero che, nel sistema italiano, oggi il requisito degli acquisti imposto dalla direttiva appare sfumato¹⁷⁶, dal momento che l'obbligo di OPA può sorgere altresì per effetto della «maggiorazione dei diritti di voto» nella società *target*¹⁷⁷; in tal caso, tuttavia, la regola del prezzo più alto pagato lascia posto al criterio suppletivo del «prezzo medio ponderato di mercato»¹⁷⁸, di cui si dirà *infra*. Pertanto, ai fini dell'indagine sul significato della regola in questione, pare possibile prescindere momentaneamente da tale ipotesi, come pure da quella in cui l'OPA si estenda anche a categorie di titoli rispetto alle quali l'offerente non ha effettuato alcun acquisto¹⁷⁹.

¹⁷⁶ Cfr. CONSOB, *Documento di consultazione. Proposte di modifica al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo*, 5 novembre 2014, 17: «Alla luce del quadro normativo di riferimento e delle regole specifiche che presiedono la materia, poste in essere secondo una tecnica di deroghe ed eccezioni rispetto ad obblighi previsti in via generale, nel complesso della materia in esame si evince che, sul piano della qualificazione dell'obbligo legale, il termine "acquisto" è da intendere in senso ampio, come omnicomprensivo di tutte le condotte di acquisizione del controllo di una società quotata». L'interpretazione estensiva del termine "acquisti", ancora prima della modifica al t.u.f. apportata dal d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni dalla l. 11 agosto 2014, n. 116, è stata sostenuta da F. COLOMBO, *Deleghe di voto e acquisto del controllo nelle società quotate*, Tesi di dottorato, Università di Bologna, 2014, 147: «in tanto un soggetto detiene (in senso lato) la partecipazione sociale, in quanto possa liberamente disporre del diritto di voto ad essa inerente».

¹⁷⁷ Naturalmente, questa possibilità sussiste solo per quegli emittenti che abbiano adottato nello statuto la maggiorazione dei diritti di voto di cui all'art. 127-*quinquies* t.u.f.

¹⁷⁸ Art. 106, comma 2, ultima parte, t.u.f. In proposito si veda MOSCA, (nt. 34), 882, nota 48.

¹⁷⁹ Entrambe le ipotesi saranno approfondite *infra*, § 4.2.

Ebbene, in presenza di acquisti a titolo oneroso, il prezzo d'offerta è (almeno)¹⁸⁰ pari al prezzo più elevato pagato dall'offerente, o dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo, nel periodo precedente¹⁸¹. In questo modo, chi si appresta ad acquisire il controllo della società *target* è messo in condizione non solo di conoscere preventivamente il corrispettivo da riconoscere in sede di OPA (e quindi il costo massimo complessivo dell'operazione¹⁸²), ma anche di incidere direttamente sulla sua determinazione, dal momento che egli non sarà chiamato a corrispondere agli oblati più di quanto è stato disposto a pagare, a livello unitario, per conseguire la partecipazione rilevante¹⁸³. Tale determinazione, tuttavia, non è unilaterale: se l'offerente ha acquistato le azioni a un certo prezzo, significa che uno o più azionisti

¹⁸⁰ Sul punto si segnala la non perfetta coincidenza fra previsione comunitaria (art. 5, par. 1, direttiva OPA) e previsione nazionale (art. 106, comma 2, t.u.f.): mentre la prima dispone che l'offerta obbligatoria sia promossa (esattamente) «al prezzo equo definito nel paragrafo 4», la seconda, conservando sul punto la formulazione originaria, conforme al modello della *Rule 9.5 del City Code* britannico, impone il suo lancio «a un prezzo *non inferiore* a quello più elevato pagato». In base alla lettera dell'art. 106 t.u.f., quindi, l'OPA su una società italiana con titoli ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato italiano (cfr. art. 105, comma 1, t.u.f.) può essere promossa anche a un prezzo superiore a quello risultante dall'applicazione della *highest price paid rule*. È lecito domandarsi se tale facoltà sia coerente con gli obiettivi di armonizzazione perseguiti dalla direttiva OPA in relazione al prezzo d'offerta (cfr. nt. 123). La risposta potrebbe variare a seconda della ricostruzione che si accoglie in ordine alla finalità della disciplina dell'OPA obbligatoria. Qualora, infatti, si propendesse per la concezione che ritiene l'istituto volto esclusivamente alla protezione degli azionisti di minoranza, una disposizione nazionale che ammette la possibilità che l'offerta sia promossa a un corrispettivo superiore, rispetto a quello ritenuto idoneo a tutelare adeguatamente tale interesse, non porrebbe problemi di coerenza con gli obiettivi della disciplina comunitaria. Al contrario, se si condivide la tesi secondo cui l'obbligo di OPA persegue anche e soprattutto obiettivi di efficienza del mercato del controllo societario, una disposizione del genere desta maggiori perplessità, perché potrebbe favorire gli offerenti che volessero ridurre i costi associati alla promozione dell'OPA sfruttando il fenomeno del *free-riding* (v. nt. 175).

¹⁸¹ A proposito dell'arco temporale rilevante per l'individuazione del prezzo più alto pagato, v. *infra*, § 5.2.

¹⁸² Come chiarito (cfr. § 3.1), la prevedibilità del costo complessivo dell'operazione è essenziale affinché l'istituto dell'OPA obbligatoria possa compiutamente assolvere alla funzione di filtro contro le acquisizioni inefficienti che gli è assegnata.

¹⁸³ Quest'ultimo aspetto è valorizzato anche dal *Report of the high-level Group of company law experts on issues related to Takeover Bid*, 50 (il quale, però, non abbandona la prospettiva della redistribuzione del premio di controllo): «the highest price paid rule offers the double benefit of allowing the minority shareholders to fully share the premium paid by the acquirer at any time in the period under consideration, while at the same time giving the offeror the certainty that he will not have to pay more in the mandatory bid than he has been willing to pay in the preceding period and as a result permitting him to determine himself at which maximum price he is prepared to acquire all securities of the company».

venditori hanno ritenuto quel prezzo adeguato¹⁸⁴. La garanzia dell'attendibilità del corrispettivo individuato in base alla *highest price paid rule* risiede, allora, nella circostanza che esso rappresenta l'effettivo punto di incontro delle contrapposte volontà contrattuali delle parti di un acquisto¹⁸⁵.

Da quanto precede emerge con chiarezza che l'ordinamento comunitario, nell'accogliere, sulla scorta del modello inglese, un criterio di determinazione del prezzo d'offerta del tutto autonomo rispetto alle quotazioni dei titoli oggetto della stessa sul mercato regolamentato, non ha inteso attribuire rilevanza al valore "intrinseco" delle azioni, ma ha preferito individuare un indice affidabile del loro valore "di scambio"¹⁸⁶, in coerenza con le finalità della disciplina dell'OPA obbligatoria, nel contesto della quale la partecipazione azionaria viene in rilievo soprattutto come "prodotto finanziario"¹⁸⁷. In effetti, quanto meno nella prospettiva

¹⁸⁴ Questo vale tanto nell'ipotesi di una molteplicità di acquisti in forma anonima sul mercato, quanto in quella dell'acquisizione fuori mercato di un pacchetto azionario più consistente, con la differenza che nel primo caso l'equilibrio contrattuale è raggiunto semplicemente sulla base dell'incontro fra domanda e offerta, mentre nel secondo è frutto di una trattativa individuale sulle condizioni del trasferimento.

¹⁸⁵ La rilevanza della volontà contrattuale delle parti in sede di determinazione del corrispettivo per l'adesione all'OPA obbligatoria emerge anche dagli stessi orientamenti Consob sul punto: in questo senso si vedano, in particolare, la Comunicazione 25 luglio 2007, n. DEM/7069353, ripresa da RAINELLI, (nt. 10), 634, in cui assume primaria importanza la considerazione che «la determinazione del rapporto di scambio fra le azioni [...società B...] e [...società A...] costituisce infatti il frutto delle contrapposte volontà contrattuali dell'offerente e degli azionisti venditori»; nonché la Comunicazione 4 aprile 2012, n. 12027130, ove viene esplicitato «l'intento di identificare il prezzo che sia espressione della volontà delle parti». Analoga indicazione si ricava dall'argomento *ex art. 44-ter*, comma 6, Regolamento Emittenti sviluppato *infra* (v. § 5.1). La ricostruzione in questi termini, come si vedrà, risulta fondamentale nell'ambito della correzione del prezzo d'offerta in presenza di deviazioni dalla *highest price paid rule*: cfr. cap. III, §§ 1.2 ss..

¹⁸⁶ In questo senso TUCCI, *Il Tribunale di Milano e la violazione dell'obbligo di offerta: un passo avanti e due indietro?* (nota a Trib. Milano, 15 marzo 2010), in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, II, 600. Si osservi, tuttavia, che il valore di scambio dei titoli della *target* viene stimato non "in astratto" (come avverrebbe utilizzando un criterio fondato sulle medie di mercato), bensì "in concreto", secondo la prospettiva soggettiva dell'offerente, dal momento il prezzo dell'OPA obbligatoria è pari al corrispettivo massimo che questi si è reso disponibile a pagare a livello unitario (v. *supra*, § 3.2). In effetti, la regola non mira ad assicurare agli azionisti oblati il prezzo più "corretto" possibile (in una logica valutativa), bensì un prezzo incompatibile con la realizzazione di operazioni inefficienti.

¹⁸⁷ L'argomentazione svolta nel testo muove dalla considerazione dell'ambivalenza dell'azione di società quotata, che, dal punto di vista del suo titolare, si caratterizza, per un verso, come "partecipazione all'impresa" e ai suoi risultati, per altro verso, come "prodotto finanziario" destinato

degli azionisti di minoranza – alla cui tutela è rivolta la disciplina dell’OPA obbligatoria, se non altro per il tramite dell’efficienza del mercato del controllo societario (cfr. *supra*, cap. I, § 2.6) – la partecipazione azionaria si configura essenzialmente come strumento di investimento, che l’adesione all’offerta consente di liquidare a condizioni non penalizzanti.

Tale conclusione appare, peraltro, confortata dalla notazione che, ogniqualvolta la regola del prezzo più alto pagato non possa trovare applicazione, il corrispettivo dell’offerta obbligatoria sia determinato sulla base di parametri di mercato, e non attraverso metodi reddituali o finanziari¹⁸⁸.

4.2 Il criterio suppletivo del «prezzo medio ponderato di mercato» in assenza di acquisti a titolo oneroso.

Malgrado i problemi applicativi che possono derivare dal ricorso alle medie di mercato nella fissazione del corrispettivo d’offerta (v. *supra*, § 3.3), la seconda parte

alle negoziazioni sul mercato regolamentato (cfr. F. M. MUCCIARELLI, nt. 131, 92). Da tale ambivalenza discende, sul piano dei criteri valutativi, l’alternativa fra metodi reddituali/finanziari, che si propongono di esprimere direttamente il valore dell’impresa e solo indirettamente quello della singola partecipazione (che ne rappresenta una frazione), e metodi fondati sulle quotazioni di borsa, che tendono ad esprimere immediatamente il valore dell’unità azionaria e solo mediamente (per effetto di moltiplicazione) quello dell’intera impresa. L’ordinamento non prende posizione a favore degli uni o degli altri in via generale, ma, nelle varie situazioni in cui la determinazione del valore delle azioni assume rilevanza giuridica (si pensi alla liquidazione della partecipazione del socio recedente, ovvero al concambio nella fusione), indica il criterio di valutazione di volta in volta più adeguato allo scopo. Nel caso del prezzo dell’OPA obbligatoria, il riferimento al corrispettivo pagato dall’offerente per acquistare i titoli oggetto dell’offerta segnala che l’attenzione è posta sul valore di scambio della partecipazione, che viene così individuato in relazione alle utilità che l’acquirente può ricavarne, piuttosto che il suo valore “intrinseco” o “fondamentale” (per desumere il quale sarebbe stato necessario affidarsi a metodi volti a stimare la situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società *target*). Per l’inquadramento in questi termini della questione, si veda MAUGERI, (nt. 58), 93, con ampi riferimenti bibliografici alla dottrina italiana e tedesca in materia. Si consideri, tuttavia, che, se si aderisce in qualche misura all’*efficient capital markets hypothesis* (cfr. FAMA, *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, in *J. finance*, 1970, 383), tra il valore “intrinseco” dell’azione e il suo valore “di mercato” sussiste, quanto meno, una correlazione (una sostanziale identità, qualora si accolga la c.d. “versione forte” dell’ipotesi).

¹⁸⁸ Cfr. MAUGERI, (nt. 58), 118. Quando opera il criterio suppletivo del prezzo medio ponderato di mercato (v. *infra*, § 4.2), il “valore di scambio” dei titoli della *target* viene stimato non più in concreto, secondo la prospettiva soggettiva dell’offerente, ma in astratto, secondo le complessive valutazioni degli operatori del mercato (cfr. nt. 186).

dell'art. 106 t.u.f. prevede che, «qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo indicato», l'OPA sia promossa, limitatamente a tale categoria di titoli, a un prezzo «non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile»¹⁸⁹. Questo potrebbe accadere, anzitutto, nell'ipotesi in cui la soglia rilevante sia stata superata per effetto della maggiorazione dei diritti di voto, *ex art. 127-quinquies* t.u.f. (come peraltro esplicitato dalla disposizione in esame), ovvero nel caso in cui l'offerente abbia acquistato a titolo oneroso soltanto titoli appartenenti a una determinata categoria, ma l'offerta si estenda anche a titoli diversi¹⁹⁰.

Non pare, invece, che la previsione possa trovare applicazione qualora siano stati effettuati esclusivamente acquisti a titolo gratuito¹⁹¹, dal momento che in tale eventualità non sorgerebbe alcun obbligo di offerta. È pur vero che, in sede di trasposizione della direttiva OPA, è stato eliminato il requisito dell'onerosità degli acquisti dagli elementi costitutivi della fattispecie¹⁹², tuttavia la modifica in questione

¹⁸⁹ Includendo il riferimento al «minor periodo disponibile», la norma disattende un precedente orientamento Consob, secondo cui un arco temporale inferiore ai dodici mesi non era ritenuto sufficientemente significativo da rilevare ai fini del calcolo del prezzo medio ponderato di mercato (cfr. Comunicazione Consob, 30 dicembre 1999, n. DIS/99095232).

¹⁹⁰ In questo senso RONDINELLI, (nt. 175), 136; FAUCEGLIA, *sub art. 106*, in *Il testo unico della finanza* a cura di Fratini e Gasparri, Utet, 2012, 1398; F. M. MUCCIARELLI, (nt. 3), 152. Sulla distinzione fra le categorie di titoli rilevanti per il sorgere dell'obbligo di OPA e quelle che ne devono formare oggetto, v. *infra*, § 5.1.

¹⁹¹ Più problematico è il caso in cui il superamento della soglia rilevante consegua ad acquisti solo in parte a titolo gratuito. Infatti, sebbene gli acquisti a titolo gratuito possano essere sfruttati per aggirare l'obbligo di OPA, potrebbe non apparire ragionevole imporre di promuovere un'offerta totalitaria a chi ottenga, in qualità di erede, legatario o donatario, azioni emesse da una società quotata di cui era già socio (cfr. F. M. MUCCIARELLI, nt. 3, 143). In proposito, la dottrina aveva suggerito, già nel vigore della disciplina anteriore, di tenere conto dell'ultimo acquisto marginale e, in generale, di assoggettare all'obbligo le situazioni in cui gli acquisti onerosi e gratuiti rappresentino «momenti inscindibili di un'unica operazione» (così COSTI - ENRIQUES, nt. 54, 128). A ogni modo, ai fini dell'indagine in corso, è sufficiente osservare che qualora siano stati effettuati acquisiti almeno in parte a titolo oneroso, esiste un parametro di riferimento per l'applicazione della *highest price paid rule*, salvo che nell'ipotesi in cui tali acquisti risalcano a un momento anteriore al periodo rilevante di cui all'art. 106, comma 2, t.u.f. (12 mesi dalla comunicazione *ex art. 102* t.u.f.), in cui occorrerà riferirsi al criterio suppletivo del «prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile».

¹⁹² Si veda l'art. 106, comma 1, t.u.f. come modificato dall'art. 3, comma 2, d. lgs. 19 novembre 2007, n. 229.

pare limitata al piano della tecnica legislativa¹⁹³. In effetti, oggi l'art. 49, comma 1, lett. f) Regolamento Emittenti, in attuazione della delega contenuta nell'art. 106, comma 5, lett. f) t.u.f., prevede che l'obbligo di offerta non sussista se il superamento della soglia rilevante «è conseguente a successioni o ad atti tra vivi a titolo gratuito»¹⁹⁴ e, anche alla luce dell'interpretazione estensiva della disposizione sinora adottata dalla Consob¹⁹⁵, non sembra che residuino spazi per il sorgere dell'obbligo di offerta in totale assenza di acquisti a titolo oneroso.

Diversamente, qualora siano stati effettuati acquisti a titolo formalmente oneroso, ma sostanzialmente gratuito (per esempio nell'ipotesi della vendita *nummo uno*, in cui il corrispettivo pattuito appare meramente simbolico rispetto al valore del bene oggetto del trasferimento)¹⁹⁶, ove l'esenzione ora detta non fosse ritenuta operante¹⁹⁷, il prezzo d'offerta dovrebbe essere calcolato sulla base non della *highest price paid rule* – dato che il prezzo pagato dall'acquirente non sarebbe espressivo di alcun equilibrio

¹⁹³ In senso analogo LENER, (nt. 13), 168 e F. M. MUCCIARELLI, (nt. 3), 142.

¹⁹⁴ La *ratio* dell'esenzione può essere ricondotta a due ordini di considerazioni: da un lato, la volontà del regolatore di non incidere sulle vicende traslative coincidenti con ricambi generazionali all'interno dei gruppi familiari (la cui presenza appare tuttora prevalente nel modello capitalistico italiano), anche in considerazione del limitato impatto delle stesse sull'indirizzo gestionale dell'impresa; dall'altro, la convinzione che i trasferimenti a titolo gratuito, pure fuori dal contesto dell'avvicendamento generazionale, pongano rischi inferiori di condotte espropriative da parte del nuovo soggetto controllante, dal momento che i benefici privati del controllo non sono stati oggetto di trattativa. In questi termini, GATTI, (nt. 3), 310 e 326.

¹⁹⁵ L'esenzione è stata riconosciuta, fra l'altro, in caso di acquisto conseguente allo scioglimento di un *trust* (Comunicazione Consob 16 giugno 2010, n. DEM/10055200) e di riassetto societario della società controllante una società quotata con finalità familiari e successorie (Comunicazione Consob 7 ottobre 2010, n. 10082474).

¹⁹⁶ Sulla realizzazione della causa liberale attraverso contratti il cui tipo è preordinato allo scambio, cfr. SCAGLIONE, *I negozi successori anticipatori*, in *Riv. not.*, 2012, 362, con ampi riferimenti bibliografici alla nota 52. Preme sottolineare che la considerazione esposta nel testo non rimanda all'ipotesi della vendita di partecipazione a prezzo semplicemente inadeguato, rispetto alle quotazioni di mercato dei titoli (dal momento che, ove tale prezzo rappresenti l'effettivo punto di incontro della volontà contrattuale delle parti, non vi sarebbe ragione per non applicare la *highest price paid rule*), ma a quella, qualitativamente distinta, della c.d. "liberalità non donativa", ove lo scambio tra prestazioni risulta del tutto privo di consistenza economica.

¹⁹⁷ In senso contrario al riconoscimento dell'esenzione depone, oltre al dato testuale, la considerazione che l'acquisto di una partecipazione azionaria a prezzo simbolico potrebbe realizzare un risultato economico equivalente al conseguimento di tale partecipazione attraverso acquisti in parte a titolo gratuito e in parte a titolo oneroso, la quale, come detto (v. nt. 191), comporta, al ricorrere di certe condizioni, il sorgere dell'obbligo di offerta.

contrattuale – ma del criterio suppletivo della media ponderata di mercato dei dodici mesi precedenti¹⁹⁸.

A ogni modo, si tratta di ipotesi estremamente circoscritte, nelle quali il ricorso alle medie di mercato per la fissazione del corrispettivo da riconoscere agli oblati appare giustificato dall'impossibilità di procedere diversamente. In assenza di acquisti a titolo oneroso, infatti, il valore di scambio delle azioni non può essere ricostruito sulla base della volontà contrattuale delle parti¹⁹⁹, sicché risulta necessitato il riferimento alle quotazioni di borsa dei titoli oggetto dell'offerta. In tutti i casi in cui, invece, siano stati compiuti acquisti a titolo oneroso, il prezzo «medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile» non può essere utilizzato come parametro di riferimento per il corrispettivo dell'OPA obbligatoria, neppure qualora si provveda alla sua rettifica ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. c) e d) t.u.f.²⁰⁰.

5.1 Ulteriori elementi che incidono sulla determinazione del corrispettivo: le categorie di titoli.

Ricostruito in questi termini il fondamento della regola del prezzo più alto pagato, sembra opportuno procedere all'analisi degli ulteriori aspetti della disciplina dell'OPA obbligatoria che possono influire sulla determinazione del prezzo d'offerta, per verificare se le conclusioni sin qui raggiunte trovino riscontro nel diritto positivo, ovvero debbano essere rimodulate per adattarsi allo stesso. A questo scopo, pare

¹⁹⁸ Questo soltanto qualora tra venditore-donante e acquirente-donatario non intervengano ulteriori accordi. Se la liberalità non donativa fosse parte di un'operazione più ampia, infatti, il prezzo d'offerta andrebbe determinato con riferimento al complessivo equilibrio contrattuale, secondo la regola del prezzo più alto pagato. La questione sarà approfondita *infra*, § 6, nonché nel cap. III, §§ 1.5 ss.

¹⁹⁹ V. *supra*, § 4.1.

²⁰⁰ Il tema sarà oggetto di trattazione nel cap. III, §§ 1.1 ss. Si consideri sin d'ora, tuttavia, che il Regolamento Emittenti, nel disciplinare le ipotesi in cui l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa a un prezzo inferiore o superiore a quello più alto pagato Consob (artt. 47-bis ss.), non impiega mai il criterio suppletivo definito dall'art. 106, comma 2, seconda parte t.u.f., ma detta di volta in volta le modalità di calcolo del corrispettivo d'offerta più adeguate alle circostanze.

opportuno soffermarsi brevemente sulle categorie di titoli interessate dalla disciplina in esame.

Nell'impianto originario del Testo Unico della Finanza, tanto ai fini del superamento della soglia rilevante, quanto a quelli della delimitazione dell'oggetto dell'offerta, rilevavano esclusivamente le azioni ordinarie²⁰¹. Le modifiche introdotte in sede di coordinamento della disciplina di settore con la riforma delle società di capitali²⁰², pur mantenendo tale corrispondenza biunivoca²⁰³, avevano dapprima esteso il novero dei titoli che venivano in considerazione nell'ambito della disciplina dell'OPA obbligatoria, coerentemente con l'ampliamento dei confini entro cui l'autonomia statutaria poteva muoversi nel creare speciali categorie di azioni²⁰⁴, così

²⁰¹ Cfr. la formulazione originaria degli artt. 105, comma 1, e 106, comma 2, t.u.f. Agli effetti di tali disposizioni, non rilevava la partecipazione al capitale rappresentata dalle azioni privilegiate, a voto limitato e di risparmio (che pure erano previste dal codice civile *ante* riforma): la *ratio* di questa esclusione veniva ricondotta alla mancanza del diritto di voto e quindi all'irrelevanza, ai fini della disciplina dell'offerta obbligatoria, di azioni che non potevano influire sulla distribuzione del controllo. In realtà, questa soluzione non appariva del tutto coerente se rapportata alle azioni privilegiate, le quali non necessariamente erano sprovviste del diritto di voto; per tale ragione, parte della dottrina aveva proposto una lettura correttiva della disposizione, che portasse a includere nella quota rilevante anche le azioni privilegiate munite del diritto di voto. In proposito cfr. DESANA, sub art. 105, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, a cura di Abriani, Cavaliere e Sarale, Utet, 1999, 34; ENRIQUES, (nt. 4), 240; LENER - TUCCI, *La nuova disciplina delle OPA e poteri della Consob*, in *Società*, 2004, 552.

²⁰² Cfr. d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, «Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative».

²⁰³ Si veda, tuttavia, la lettura alternativa proposta da GATTI, *Appunti sulla nozione di partecipazione rilevante per i presupposti e per l'oggetto dell'opa successiva alla luce della riforma del t.u.f.*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2005, 174, che ammetteva la dissociazione tra titoli il cui acquisto poteva determinare il superamento delle soglie rilevanti e titoli ai cui possessori doveva essere rivolta l'OPA, limitatamente all'ipotesi in cui l'offerente avesse acquistato il 30% delle azioni con voto limitato alle sole deliberazioni sulla *responsabilità* degli amministratori (oggi, tuttavia, il riferimento al diritto di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti la responsabilità degli amministratori è stato espunto dal testo dell'art. 105, comma 2, t.u.f.).

²⁰⁴ Tale ampliamento era stato realizzato da un lato aumentando il numero di figure tipiche di azioni speciali e attenuando le limitazioni al loro impiego, dall'altro affermando la libertà della società nel determinare il contenuto e le caratteristiche di ulteriori figure speciali, per ciò definibili "atipiche" (sul punto cfr. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, vol. 1, Utet, 2007, 593). Alla luce di queste modifiche, si profilava l'eventualità che i titolari di azioni appartenenti a speciali categorie godessero del diritto di votare in assemblea in materie centrali nella vita della società; di conseguenza, veniva meno la necessaria correlazione fra il possesso di azioni ordinarie e la possibilità di esercitare un

da ricomprensivi le «azioni che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca o responsabilità degli amministratori o del consiglio di sorveglianza»²⁰⁵.

Questa perfetta coincidenza tra titoli il cui acquisto può determinare il superamento delle soglie rilevanti e titoli ai cui possessori deve essere rivolta l'offerta è venuta meno successivamente, con l'attuazione della direttiva OPA: mentre i primi, definiti dall'art. 105, comma 2, t.u.f., sono soltanto quelli «che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza», i secondi corrispondono alla «totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato», ai sensi dell'art. 106, comma 1, t.u.f.²⁰⁶. La principale ricaduta della novella sull'applicazione della *highest price paid rule* risiede nella ricordata necessità di ricorrere al criterio suppletivo del «prezzo medio ponderato di mercato» per determinare il corrispettivo a cui promuovere l'OPA, nel caso in cui l'offerente abbia acquistato esclusivamente titoli che conferiscono il diritto di voto su nomina e revoca degli amministratori, ma l'offerta si estenda anche a titoli di categoria diversa²⁰⁷.

controllo di fatto sull'assemblea, su cui si fondava in precedenza la nozione di «partecipazione rilevante» per l'applicazione della disciplina dell'OPA obbligatoria .

²⁰⁵ Cfr. d. lgs 6 febbraio 2004, n. 37, art. 9.63.

²⁰⁶ La nozione di «titoli» oggetto dell'offerta si ricava dall'art. 101-bis, comma 2, t.u.f. («Ai fini del presente capo e dell'articolo 123-bis, per "titoli" si intendono gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria»). Dal confronto tra quest'ultima fattispecie e quella di cui all'art. 105, comma 2, t.u.f. emerge che, mentre l'obbligo di offerta sorge in ragione del possesso di strumenti finanziari che consentono di influire sulla gestione, esso ha ad oggetto anche a strumenti finanziari che non consentono di esercitare una simile influenza, purché (i) negoziati in un mercato regolamentato e (ii) provvisti di voto (così LENER, nt. 13, 169).

²⁰⁷ In proposito si rinvia alle riflessioni svolte *supra*, § 4.2. Un'ulteriore conseguenza della descritta modifica sulla determinazione del corrispettivo dell'OPA obbligatoria, in relazione all'ipotesi in cui la società *target* abbia emesso azioni a voto plurimo, è segnalata da MOSCA, (nt. 2), 1424: stante la totale impermeabilità del prezzo pagato per una categoria di azioni nella determinazione del corrispettivo da offrire per le azioni di categorie diverse, attraverso la cessione delle azioni a voto plurimo è possibile trasferire più del 30% dei diritti di voto senza che il premio di controllo associato a questo trasferimento incida sul corrispettivo da riconoscere agli azionisti ordinari. La rilevanza sistematica di questa conseguenza, tuttavia, è attenuata dal divieto di emissione di azioni a voto plurimo da parte di società già quotate, per cui lo scenario delineato si potrebbe verificare solo nelle società che abbiano

In questo quadro, la circostanza che gli strumenti finanziari derivati non fossero computati ai fini del calcolo delle soglie rilevanti per l'obbligo di OPA aveva dato adito a pratiche elusive della disciplina dell'OPA obbligatoria²⁰⁸. Per tale ragione la Consob, avvalendosi della delega prevista dagli artt. 105, comma 3-*bis* e 106, comma 3-*bis* t.u.f., ha introdotto il nuovo art. 44-*ter* Regolamento Emittenti²⁰⁹, che regola le ipotesi in cui gli strumenti finanziari derivati sono inclusi nel calcolo delle soglie il cui superamento determina il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta. Per effetto di tale intervento regolamentare, oggi rilevano a tal fine anche tutti gli strumenti finanziari derivati che conferiscono una «posizione lunga» sui titoli della *target* di cui all'art. 105-*bis*, comma 2, t.u.f., in misura pari al numero totale dei titoli sottostanti (nel caso in cui il numero di titoli sottostanti sia variabile, si tiene conto del quantitativo massimo previsto dagli strumenti finanziari)²¹⁰. In presenza di tali strumenti, per la determinazione del prezzo d'offerta si somma (sottrae), al prezzo

emesso tali azioni prima della quotazione e le abbiano successivamente conservate (art. 127-*sexies*, comma 2, t.u.f.); in questo caso, peraltro, il prezzo delle azioni emesse in occasione dell'aumento di capitale destinato alla quotazione verosimilmente sconterebbe già tale eventualità, che verrebbe, quindi, accettata dagli investitori che decidessero di sottoscriverlo ugualmente.

²⁰⁸ Si vedano, in particolare, i casi SAI-Fondiarìa e IFIL-EXOR in Italia, nonché il caso Schaeffler-Continental in Germania, espressamente considerati dalla Consob nell'espone le ragioni che rendevano opportuno modificare la disciplina, in modo tale da ricomprendere gli strumenti finanziari derivati tra i "titoli" dal cui acquisto potesse derivare l'obbligo di promuovere un'offerta, stante «la difficoltà per le Autorità di vigilanza di contrastare fenomeni elusivi all'interno del quadro regolamentare esistente» (così CONSOB, *Documento di consultazione. Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, Allegato 5, *Analisi di Impatto delle previsioni regolamentari riguardanti la rilevanza degli strumenti finanziari derivati ai fini dell'OPA obbligatoria*, 6 ottobre 2010, 3).

²⁰⁹ Cfr. delibera, 5 aprile 2011, n. 17731.

²¹⁰ Art. 44-*ter*, comma 1, Regolamento Emittenti. Il comma 2 della medesima disposizione prevede, invece, una serie di eccezioni al computo degli strumenti finanziari derivati che conferiscono una posizione lunga (quando tali strumenti siano negoziati sui mercati regolamentati; quando abbiano come sottostante titoli di futura emissione; quando siano oggetto di pattuizioni contenute in un accordo parasociale e siano previste per la soluzione di eventuali situazioni di stallo decisionale, ovvero per l'inadempimento di altre clausole del patto; quando il superamento della soglia sia determinato da strumenti finanziari derivati detenuti, a fini di copertura delle posizioni di un cliente, da un intermediario autorizzato). Sulle categorie di strumenti finanziari derivati riconducibili alla definizione di cui al primo comma e sulla portata delle eccezioni di cui al secondo comma, cfr. FAUCEGLIA, (nt. 190), 1402.

«contrattualmente attribuito ai titoli» sottostanti lo strumento finanziario, l'eventuale premio corrisposto (ricevuto) per l'acquisto della posizione lunga²¹¹.

La formulazione della previsione da ultimo riportata assume particolare pregnanza nell'ambito dell'indagine sul significato della *highest price paid rule*, perché conferma che essa si fonda sull'individuazione dell'equilibrio contrattuale raggiunto dalle parti, inteso come migliore espressione del valore di scambio dei titoli della *target*²¹².

5.2 (segue) il periodo rilevante.

Nel definire il «prezzo equo» a cui l'offerta obbligatoria deve essere promossa, l'art. 5, par. 4, direttiva OPA indica che esso corrisponde al prezzo massimo pagato per ogni categoria di titoli dall'offerente (o da persone che agiscono di concerto con lui) «in un periodo, che spetta agli Stati membri determinare, di non meno di sei e non più di dodici mesi antecedenti all'offerta di cui al paragrafo 1». In sede di recepimento della previsione, il d. lgs. 229/2007 ha, da una parte, confermato la rilevanza degli acquisti effettuati nei dodici mesi precedenti e, dall'altra, precisato che tale termine decorre dalla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, t.u.f., innovando rispetto alla previgente formulazione dell'art. 106, comma 2, t.u.f., che si limitava a riferirsi agli «ultimi» dodici mesi.

L'individuazione del momento a partire dal quale calcolare a ritroso il periodo rilevante per l'applicazione della *highest price paid rule* non è priva di interesse pratico, dal momento che dalla stessa può dipendere l'inclusione nella (ovvero l'esclusione dalla) serie storica di acquisti a prezzi particolarmente elevati, ma risalenti nel tempo²¹³.

²¹¹ Art. 44-ter, comma 6, Regolamento Emittenti.

²¹² Sul punto si rinvia alle conclusioni raggiunte nel § 4.1.

²¹³ In proposito si veda F. M. MUCCIARELLI, (nt. 3), 151.

Per tale ragione, prima dell'attuazione della direttiva OPA, la Consob, chiamata a più riprese a chiarire il significato del riferimento agli "ultimi" dodici mesi²¹⁴, aveva sviluppato un orientamento che imponeva di tenere conto non della data dell'ultimo acquisto marginale, né di quella della proposizione dell'offerta²¹⁵, ma di quella (anteriore) della prima comunicazione al mercato, anche ai sensi dell'art. 114 t.u.f., dell'operazione preordinata al superamento della soglia²¹⁶. Tale orientamento, oltre a sterilizzare gli effetti sul prezzo d'offerta delle variazioni di mercato successive alla diffusione della notizia relativa all'imminente lancio dell'OPA²¹⁷, riduceva la possibilità per l'offerente di influire sulla determinazione di tale prezzo²¹⁸.

Per contro, l'attuale formulazione dell'art. 106, comma 2, t.u.f., imponendo la promozione dell'offerta al prezzo più alto pagato «nei dodici mesi anteriori alla comunicazione ai sensi dell'art. 102, comma 1»²¹⁹, rimette all'offerente, nella generalità dei casi²²⁰, la decisione sul momento da cui far decorrere il periodo

²¹⁴ Cfr. Comunicazione Consob 16 giugno 2000, n. DAL/DEM/47878; 9 ottobre 2001, n. DEM/DME/1076547; 25 luglio 2007, n. DEM/7069353.

²¹⁵ Tale data coincideva, nel sistema previgente, con la comunicazione alla Consob e al mercato del sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta.

²¹⁶ Si richiedeva, in particolare che la comunicazione in questione fornisse «al mercato un'informazione completa sugli elementi essenziali dell'offerta» (cfr. Comunicazione Consob 16 giugno 2000, n. DAL/DEM/47878). Si tenga presente, tuttavia, che gli obblighi di *disclosure* di cui all'art. 114 t.u.f. operavano soltanto se l'offerente era un emittente quotato e il lancio dell'OPA poteva avere un effetto significativo sul prezzo dei *suoi* titoli.

²¹⁷ Nel vigore della formulazione anteriore dell'art. 106, comma 2, t.u.f., in effetti, l'individuazione periodo rilevante incideva su entrambi i termini che venivano in considerazione in sede di fissazione del prezzo d'offerta, ossia non soltanto sulla determinazione del prezzo più alto pagato, ma anche sul calcolo prezzo medio ponderato di mercato (cfr. *supra*, §§ 1 e 3.3).

²¹⁸ La finalità di evitare comportamenti opportunistici dell'offerente è esplicitata dalla stessa autorità di vigilanza: «con l'orientamento sopra riportato, in linea con la *ratio* della disposizione legislativa, si è inteso evitare che il suddetto parametro dei dodici mesi possa essere utilizzato dall'offerente al fine di influenzare la determinazione del prezzo dell'offerta in senso a lui più favorevole» (Comunicazione Consob 9 ottobre 2001, n. DEM/DME/1076547).

²¹⁹ La nuova formulazione della disposizione è in linea con quanto previsto dalla *Rule 9.5* del *City Code* britannico.

²²⁰ Nell'ipotesi in cui l'acquisto marginale che comporta il sorgere dell'obbligo di promuovere l'OPA sia effettuato non dall'offerente, ma da persona che agisce di concerto con lo stesso (v. *infra*, § 5.3), potrebbe in realtà accadere che non sia il primo a determinare il momento a partire dal quale calcolare il periodo di dodici mesi.

rilevante²²¹. In effetti, la comunicazione in questione, avente ad oggetto «il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio», deve essere effettuata «senza indugio» al verificarsi del superamento delle soglie di partecipazione, sicché l'offerente, programmando la scansione temporale dei propri acquisti, può fissare, con l'ultimo acquisto marginale, il momento a partire dal quale calcolare a ritroso i dodici mesi.

Sotto quest'ultimo profilo, la soluzione legislativa si pone in netta contrapposizione con l'orientamento Consob appena richiamato²²². Essa, a ogni modo, risulta tutto sommato coerente con i principi di funzionamento della *highest price paid rule*²²³: anche con riguardo all'individuazione del periodo rilevante, infatti, il futuro offerente è messo in condizione non solo di sapere in anticipo a quale prezzo dovrà promuovere l'OPA qualora oltrepassi le soglie di partecipazione, ma pure di incidere direttamente sulla determinazione dello stesso.

L'ordinamento tollera, pertanto, che l'offerente strutturi l'operazione in modo tale da riconoscere agli azionisti che aderiscono all'OPA un corrispettivo inferiore a quello pagato ad altri azionisti, titolari di azioni della stessa categoria, almeno 12 mesi prima. La circostanza, tuttavia, si spiega considerando, da un lato, che la disciplina dell'OPA obbligatoria non è volta ad assicurare la parità di trattamento tra azionisti (cfr. *supra*, § 2.1) e, dall'altro, che il prezzo corrisposto a oltre un anno di distanza, nella generalità dei casi, non è più espressivo dell'attuale valore di scambio dei titoli (cfr. *supra*, § 4.1)²²⁴.

²²¹ Cfr. F. M. MUCCIARELLI, (nt. 3), 151.

²²² La consapevolezza del legislatore storico di tale contrapposizione emerge dalla *Relazione illustrativa allo schema di decreto legislativo di attuazione della direttiva 2004/25/CE*, 6, ove la scelta di riferirsi alla comunicazione *ex art. 102*, comma 1, t.u.f. viene motivata sulla base della sua maggiore aderenza al dettato della direttiva comunitaria.

²²³ Sul punto si rinvia a quanto esposto *supra*, §§ 3.1 s.

²²⁴ Inoltre, se gli acquisti a prezzi più elevati sono avvenuti oltre un anno prima del superamento della soglia di cui all'art. 106 t.u.f., è improbabile (ma non escluso, ad esempio nell'ipotesi in cui la soglia sia superata per effetto della maggiorazione dei diritti di voto: cfr. nt. 34) che con gli stessi sia stato pagato un premio per il controllo.

5.3 (segue) gli acquisti effettuati dalle persone che agiscono di concerto.

Ai fini della determinazione del corrispettivo d'offerta, come anticipato, rilevano anche gli acquisti effettuati nel periodo rilevante dalle «persone che agiscono di concerto» con l'offerente.

La nozione di concerto applicabile nell'ambito della disciplina OPA²²⁵, già definita nella versione previgente del t.u.f., è stata oggetto di modifiche a seguito dell'attuazione della direttiva 2004/25/CE²²⁶, nell'ottica di un miglior coordinamento con la definizione impiegata dal legislatore comunitario²²⁷. Nell'attuale contesto normativo, perché sia integrata la fattispecie di concerto è richiesta la cooperazione attuativa di un accordo con caratteristiche precise, ovvero, pur in assenza di un'azione concertata, la sussistenza di specifici legami con l'offerente (di natura contrattuale, societaria o organica)²²⁸.

²²⁵ Dalla stessa occorre tenere distinta la nozione impiegata dall'art. 10, par. 1, lett. a) della direttiva Trasparenza (direttiva 2004/109/CE, modificata dalla direttiva 2013/50/UE), ai sensi del quale gli obblighi di comunicazione individuati dall'art. 9 si applicano anche quando «i diritti di voto sono detenuti da un terzo con il quale tale persona fisica o giuridica ha concluso un accordo che li obbliga ad adottare, con un esercizio concertato dei diritti di voto detenuti, una politica comune durevole nei confronti della gestione dell'emittente in questione». Sulla distinzione tra le due nozioni, cfr. F. M. MUCCIARELLI, (nt. 3), 178.

²²⁶ Ai sensi dell'art. 2, par. 1, lett. d) direttiva OPA sono «persone che agiscono di concerto» le «persone fisiche o giuridiche che cooperano con l'offerente o la società emittente sulla base di un accordo, sia esso espresso o tacito, verbale o scritto, e volto ad ottenere il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta».

²²⁷ La materia ha subito un'ulteriore risistemazione ad opera del d. lgs. 25 settembre 2009, n. 146, che ha ridisegnato nuovamente l'art. 101-bis, creando una struttura della normativa in materia di concerto articolata su tre livelli di regolazione. Al primo livello si trova la definizione generale di concerto; al secondo livello le presunzioni assolute previste dal t.u.f.; infine, il terzo livello è affidato alla Consob, incaricata di stabilire con regolamento presunzioni relative di concerto e di non concerto.

²²⁸ La nozione di «persone che agiscono di concerto» si ricava anzitutto dall'art. 101-bis, comma 4, t.u.f., il quale, con una riproduzione non perfettamente fedele della definizione contenuta nella direttiva OPA (v. nt. 226), precisa che con tale espressione «si intendono i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio». Segue, poi, al comma 4-bis, un elenco delle categorie di soggetti che vengono qualificati come persone che agiscono di concerto secondo una presunzione *iuris et de iure*: gli aderenti a un patto parasociale, anche nullo; un soggetto, il suo controllante, e le società da esso controllate; le società sottoposte a comune controllo; una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione, o di sorveglianza o direttori generali. All'art. 44-bis, commi 1 e 2, Regolamento Emittenti vengono, invece, specificate le ipotesi di

A tale nozione è ricollegato, anzitutto, il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta totalitaria, che scatta qualora i concertisti, a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo di essi, si trovino a detenere complessivamente una partecipazione superiore alle soglie di cui all'art. 106 t.u.f. La previsione, la cui effettività è rafforzata dall'imposizione di un obbligo solidale in capo a ciascuna delle persone che agiscono di concerto²²⁹, risponde essenzialmente a una finalità antielusiva, preoccupandosi di impedire che l'obbligo di OPA possa essere facilmente aggirato da più soggetti che "cooperino" per conseguire il controllo della *target*, senza che nessuno di loro, considerato singolarmente, superi le percentuali di partecipazione rilevanti²³⁰. Parimenti, l'art. 106, comma 2, t.u.f., nell'attribuire rilievo, ai fini dell'individuazione del prezzo più alto pagato, anche alle transazioni concluse dai concertisti, evita che la *highest price paid rule* venga elusa semplicemente demandando a soggetti diversi dal futuro offerente gli acquisti a prezzi più elevati²³¹.

Le principali problematiche connesse alla previsione da ultimo richiamata discendono dalla considerazione che l'offerente potrebbe essere ignaro degli acquisti effettuati da soggetti che rientrano nella definizione legislativa di «persone che agiscono di concerto». Poiché, infatti, può aversi azione di concerto anche in assenza di cooperazione fra azionisti, non è escluso che la soglia sia superata, per così dire,

cooperazione tra azionisti che rispettivamente danno e non danno luogo a concerto sulla base di una presunzione semplice. Ne discende che può aversi azione di concerto tanto in presenza di un accordo avente ad oggetto, per così dire, la gestione del controllo societario – il quale rileva come mero fatto, indipendentemente dalla sua idoneità a produrre gli effetti giuridici programmati («ancorché invalido o inefficace»), quanto in virtù di un particolare rapporto con l'offerente. In tema, si vedano, *ex multis*, TUCCI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, 2010, 937; GUIZZI - TUCCI, *Acquisto di concerto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di Stella Richter jr., Giappichelli, 2011, 265; MOSCA, *Azioni di concerto e opa obbligatoria*, Egea, 2013, 1.

²²⁹ Così l'art. 109, comma 1, t.u.f. Sulla portata della previsione, si veda, per tutti, MOSCA, (nt. 228), 68.

²³⁰ Tale finalità, tuttavia, deve essere opportunamente bilanciata con la contrapposta esigenza di non paralizzare eccessivamente l'attivismo degli azionisti, anche di minoranza. Sull'equilibrio raggiunto dall'ordinamento in proposito, cfr. MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e «azione di concerto»*, in *Riv. soc.*, 2013, 118, nonché F. M. MUCCIARELLI, (nt. 3), 178.

²³¹ Cfr. MOSCA, (nt. 228), 69.

inconsapevolmente, a seguito di acquisti effettuati da uno dei concertisti²³². In simili ipotesi, la disciplina dell'OPA obbligatoria non riesce a prevenire il compimento di acquisizioni inefficienti; in particolare, in tutti i casi in cui l'acquisto a prezzo più elevato sia stato effettuato in autonomia da un soggetto diverso rispetto a quello effettivamente interessato ad acquisire il controllo della *target*²³³, la *highest price paid rule* non permette a quest'ultimo (in ipotesi inconsapevole tanto degli acquisti, quanto della configurabilità del concerto) di prevedere il costo massimo dell'operazione, né di astenersi dal superare la soglia, qualora non sia in grado di coprire tale costo aumentando il valore della *target*²³⁴.

Simili esiti, inefficienti nella prospettiva del mercato del controllo societario, appaiono tuttavia meno probabili e frequenti delle inefficienze che deriverebbero dalla mancata previsione di adeguati meccanismi antielusivi²³⁵. Qualora, infatti, l'ordinamento non tenesse conto degli acquisti effettuati dalle persone che agiscono di concerto nella determinazione del prezzo dell'OPA obbligatoria, l'offerente potrebbe contenere i costi associati alla promozione della stessa lasciando che altro soggetto, a lui legato da un accordo in tal senso o da particolari relazioni, riconosca prezzi più elevati agli azionisti strategici per il successo dell'operazione. In questo modo, potrebbero essere realizzate più agevolmente operazioni che non creano valore per la generalità degli azionisti della società bersaglio.

²³² Non è escluso, peraltro, che il soggetto che effettua gli acquisti sia a sua volta ignaro della propria qualità di "persona che agisce di concerto". Questo potrà avvenire specialmente nelle ipotesi di "concerto *ex lege*" di cui all'art. 101, comma 4-bis, t.u.f. (v. nt. 228), anche per effetto del cumulo dei criteri presuntivi indicati dalla norma (c.d. "concerto grosso"). Oltretutto, dal momento che l'art. 109 t.u.f. pone solidalmente in capo a tutte le persone che agiscono di concerto l'obbligo di promuovere l'offerta, la qualità di offerente può essere assunta da soggetti che non hanno, in realtà, alcun interesse a conseguire il controllo della *target*. Sul punto, si veda F. M. MUCCIARELLI, (nt. 3), 200.

²³³ Naturalmente il medesimo scenario potrebbe verificarsi anche in una situazione in cui nessuno dei concertisti intende realizzare un'acquisizione. In tal caso, i rischi che l'offerta conseguente sia inefficiente nella prospettiva del mercato del controllo societario appaiono ancora maggiori.

²³⁴ In proposito si rinvia a quanto esposto *supra*, §§ 3.1 s. (in particolare alla nt. 162).

²³⁵ Nell'adeguatezza di questi meccanismi, naturalmente, deve essere ricompresa anche l'attitudine della nozione di «persone che agiscono di concerto» a intercettare tutte le condotte e i rapporti astrattamente configurabili per eludere la disciplina.

Tuttavia, mentre è facile immaginare che, in un sistema che non attribuisse alcuna rilevanza agli acquisti delle persone che agiscono di concerto, gli operatori ricorrerebbero diffusamente a tali strategie, l'eventualità che, per effetto delle disposizioni vigenti, il prezzo più elevato sia stato pagato da un concertista non interessato al controllo sulla *target* appare relativamente remota²³⁶. In questa prospettiva, si giustifica la scelta dell'ordinamento di applicare la disciplina dell'OPA obbligatoria in generale, e la *highest price paid rule* in particolare, a tutti gli acquisti realizzati dalle persone che agiscono di concerto.

5.4 (segue) la previsione di un corrispettivo in titoli.

Un ultimo elemento da considerare nell'analisi sul funzionamento della *highest price paid rule* riguarda la natura del corrispettivo offerto. L'offerente, infatti, può decidere di proporre un corrispettivo in titoli, anziché in denaro, per l'adesione all'offerta obbligatoria, che prenderà, allora, il nome di offerta pubblica di scambio (OPSc). La facoltà di scegliere se offrire contanti, titoli o una combinazione fra i due è stata ampliata dal d. lgs. 229/2007 che, sulla scorta delle prescrizioni contenute nella

²³⁶ Si tenga presente, anzitutto, che, in mancanza di cooperazione volta ad «acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio», gli unici soggetti che potrebbero essere qualificati come «persone che agiscono di concerto» sono quelli che rientrano nelle categorie di cui al comma 4-*bis* dell'art. 101-*bis* t.u.f., eventualmente cumulate (v. nt. 232). Tra queste categorie, l'unica astrattamente compatibile con una situazione di reciproca inconsapevolezza delle operazioni condotte sul mercato da ciascuno dei concertisti è quella degli aderenti al medesimo patto parasociale. Anche in tale situazione, tuttavia, la circostanza che l'art. 109, comma 1, t.u.f. ponga un obbligo a carattere solidale in capo a tutti i concertisti – allorché la partecipazione complessivamente detenuta superi le soglie rilevanti per effetto di acquisti compiuti da uno di essi, senza il consenso degli altri – comporta che, nella prassi, siano spesso adottati meccanismi contrattuali dichiaratamente volti ad evitare che da tali acquisti scaturiscano obblighi per gli altri pattisti (sul punto cfr. MUCCIARELLI, nt. 3, 198, nota 304). A prescindere dalle considerazioni sull'efficacia (meramente interna) di tali meccanismi e dalla possibilità di pervenire ad analoghi risultati sulla base dei principi generali dell'ordinamento, si può quanto meno supporre che la loro previsione serva da deterrente per il compimento di acquisti non concordati da parte dei singoli pattisti. Infine, qualora uno dei soggetti che rientrano nel perimetro delle «persone che agiscono di concerto» sia effettivamente interessato a conseguire il controllo sulla *target*, l'eventualità che il prezzo più elevato sia pagato da un altro, senza la consapevolezza del primo, appare estremamente circoscritta, dal momento che – a tacere d'altro – il prezzo di riserva dello scalatore è di regola superiore a quello di mercato (v. *supra*, § 3.3).

direttiva OPA²³⁷, ha introdotto il comma 2-*bis* all'art. 106 t.u.f. Se in precedenza la legge rimetteva alla Consob il compito di individuare con regolamento i casi in cui potessero essere offerti titoli anziché contanti, e l'Autorità di vigilanza lo assolveva limitando tale possibilità all'ipotesi in cui le operazioni che avevano determinato il superamento della soglia fossero state parimenti realizzate dietro corrispettivo in titoli²³⁸, la richiamata disposizione disciplina direttamente il fenomeno, lasciando maggiore libertà all'offerente nella scelta della natura del corrispettivo da offrire²³⁹. Permangono, tuttavia, limitazioni relative, da un lato, alla circostanza che i titoli offerti come corrispettivo non siano quotati in nessuno Stato UE e, dall'altro, alla situazione in cui l'offerente, o le persone che agiscono di concerto, abbiano effettuato nel periodo rilevante (v. *supra*, § 5.2) acquisti in contanti oltre la soglia del 5% dei diritti di voto nella società *target*; in entrambi i casi, si richiede che sia offerto, quanto meno in alternativa²⁴⁰, un corrispettivo in contanti²⁴¹.

²³⁷ Cfr. art. 5, par. 5 direttiva 2004/25/CE.

²³⁸ Si vedano, rispettivamente, il testo previgente dell'art. 106, comma 3, lett. c), t.u.f. e l'art. 47, comma 1, Regolamento Emittenti, oggi abrogato («Nelle offerte previste dall'articolo 106, comma 1, del Testo unico il corrispettivo può essere costituito da strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato in un paese dell'Unione Europea, se le operazioni compiute nei dodici mesi precedenti il superamento della soglia hanno avuto come corrispettivo, nella stessa proporzione, i medesimi strumenti finanziari. Gli strumenti finanziari sono sempre valutati ad un prezzo non superiore al prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi»). In proposito cfr. RONDINELLI, nt. 175, 138.

²³⁹ Si segnala, tuttavia, la modifica in senso restrittivo, rappresentata dal passaggio dalla possibilità di un corrispettivo

in "strumenti finanziari" (di cui all'abrogato art. 47, comma 1, Regolamento Emittenti) a quella di un corrispettivo in "titoli" (art. 106, comma 2-*bis*, t.u.f.), ove la seconda categoria, definita dall'art. 101-*bis*, comma 2, è senz'altro meno ampia della prima. Questo aspetto è sottolineato da LENER, (nt. 13), 173 e da FAUCEGLIA, (nt. 190), 1402. Sulla distinzione fra "strumenti finanziari" e "titoli", cfr. Comunicazione Consob, 16 marzo 2012, n. 12019484 (resa, però, in tema di OPA preventiva esimente, *ex* art. 106, comma 4, t.u.f.).

²⁴⁰ Tale inciso non ha mancato di sollevare dubbi interpretativi. In particolare, è stato sostenuto che esso autorizzi l'offerente a riconoscere un "premio" in contanti in favore dell'azionista che accetti il corrispettivo in natura (così LENER, nt. 13, 173). In realtà, la disposizione potrebbe, più semplicemente, richiedere all'offerente di prevedere, nei due casi indicati, un corrispettivo in contanti o in via esclusiva, o, «almeno», in via alternativa.

²⁴¹ Così l'attuale formulazione dell'art. 106, comma 2-*bis*, t.u.f., ricalcando in gran parte l'art. 5, par. 5, direttiva OPA: «Il corrispettivo dell'offerta può essere costituito in tutto o in parte da titoli. Nel caso in cui i titoli offerti quale corrispettivo dell'offerta non siano ammessi alla negoziazione su di un mercato regolamentato in uno Stato comunitario ovvero l'offerente o le persone che agiscono di concerto con

La cautela con cui tuttora il legislatore ammette che l'obbligo di offerta possa essere assolto riconoscendo un corrispettivo in titoli è stata in genere ricondotta all'esigenza di protezione degli azionisti di minoranza e – con specifico riferimento alla necessità di offrire un'alternativa in contanti qualora una certa percentuale degli acquisti che hanno portato al superamento della soglia sia stata effettuata parimenti in contanti – al principio di parità di trattamento²⁴².

Il riferimento a quest'ultimo, tuttavia – anche prescindendo dalle riserve già formulate sull'esistenza di un principio generale di portata così ampia nel diritto societario (v. *supra*, § 2.1) – solleva qualche perplessità. Infatti, se l'obiettivo della previsione consistesse nell'attribuire a ciascun oblato il diritto di dismettere la propria partecipazione *alle stesse condizioni* riconosciute a quanti hanno venduto le proprie azioni in precedenza, una previsione speculare a quella richiamata dovrebbe imporre all'offerente di prevedere, "almeno in alternativa", un corrispettivo in titoli, qualora lui stesso, o le persone che agiscono di concerto, nel periodo rilevante abbiano effettuato acquisti con pagamento in titoli oltre una certa soglia.

Più pertinente appare, invece, il richiamo alla tutela degli azionisti di minoranza, dal momento che un'offerta pubblica di scambio o mista risulta, proprio per la natura del corrispettivo offerto, maggiormente coercitiva di un'offerta pubblica d'acquisto. In effetti, qualora il nuovo soggetto controllante offra agli azionisti della *target* titoli propri o di altra società del gruppo, lo scenario non è troppo diverso da quello che si verifica in caso di offerta parziale²⁴³: ciascun oblato, infatti, aderendo all'offerta, si troverebbe a partecipare ancora al capitale della *target*, seppure indirettamente²⁴⁴. Da

questi, abbia[no] acquistato verso un corrispettivo in denaro, nel periodo di cui al comma 2 e fino alla chiusura dell'offerta, titoli che conferiscono almeno il cinque per cento dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea della società i cui titoli sono oggetto di offerta, l'offerente deve proporre ai destinatari dell'offerta, almeno in alternativa al corrispettivo in titoli, un corrispettivo in contanti».

²⁴² In questo senso si vedano, ad es., RONDINELLI, (nt. 175), 138 e FAUCEGLIA, (nt. 190), 1402.

²⁴³ Sulla coercività delle offerte parziali, si veda quanto esposto nel cap. I, § 2.4 e alla nt. 84.

²⁴⁴ Le analogie tra OPA parziali e OPSc sono evidenziate da GATTI, (nt. 3), 38 e 300, ove (alla nota 106), si segnala che l'accostamento assume particolare significato nella giurisprudenza americana in tema di *poison pill*, nel cui ambito agli amministratori viene sempre garantita la libertà di difendere la società

questo punto di osservazione, si comprendono meglio le ragioni per cui l'art. 106, comma 2-bis, t.u.f. impone all'offerente di prevedere un'alternativa in contanti qualora i titoli offerti come corrispettivo non siano quotati nell'Unione Europea: se gli strumenti finanziari ricevuti a fronte dell'adesione all'OPSc non fossero prontamente liquidabili, gli oblati si troverebbero "intrappolati" definitivamente nella realtà societaria di cui è entrata a fare parte la *target*²⁴⁵. Tuttavia, anche quando i titoli in questione sono quotati su un mercato regolamentato, l'oblato che decidesse di rivenderli otterrebbe in cambio un prezzo che potrebbe risentire (indirettamente) delle conseguenze negative dell'acquisizione²⁴⁶. Nella prospettiva degli azionisti di minoranza, pertanto, un'offerta pubblica di scambio o mista non sempre garantisce l'*exit* a condizioni non penalizzanti²⁴⁷.

Inoltre, ogniqualvolta sia offerto un corrispettivo in titoli, anziché in denaro, si pongono problemi legati alla determinazione del valore di tali titoli²⁴⁸, con il rischio che una sopravvalutazione degli stessi incida sul funzionamento in concreto della *highest price paid rule*, compromettendone l'attitudine a selezionare le sole operazioni efficienti per il mercato del controllo societario²⁴⁹. Problemi analoghi, per vero, si presentano anche qualora l'offerente abbia acquistato la partecipazione oltre soglia attraverso una permuta di titoli e, in sede di OPA, preveda un corrispettivo

(e, quindi, di non eliminare la pillola) quando (i) l'offerta è parziale, ovvero (ii) l'offerta non è interamente in denaro.

²⁴⁵ In senso analogo, RONDINELLI, (nt. 175), 138 e FAUCEGLIA, (nt. 190), 1402 identificano la *ratio* della prima limitazione prevista dall'art. 106, comma 2-bis, t.u.f. nelle minori «possibilità di smobilizzo» dei titoli ricevuti da parte dell'azionista di minoranza.

²⁴⁶ Si consideri che, qualora l'operazione fosse percepita dal mercato come dannosa non solo per la *target*, ma per l'intero gruppo, anche i titoli dell'offerente e delle altre società controllate o collegate subirebbero, verosimilmente, un deprezzamento.

²⁴⁷ Cfr. cap. I, §§ 2.3 e 2.6.

²⁴⁸ Sul punto cfr. GATTI, (nt. 3), 299, il quale riporta che il ricorso ad offerte pubbliche di scambio sia statisticamente caratterizzato dalla sopravvalutazione dei titoli dell'offerente. In questo senso si veda, ad es., DONG – HIRSHLEIFER - RICHARDSON – TEOH, *Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market?*, in 61 *J. Finance*, 2006, 743 (ove è chiarita la correlazione tra «higher bidder evaluation», da un lato, e «greater use of equity, and less use of cash as a means of payment», dall'altro).

²⁴⁹ In proposito si rinvia alle riflessioni svolte *supra*, § 3.2. Sui rischi connessi all'eventualità che un «firm-specific mispricing» faciliti acquisizioni inefficienti, ovvero ostacoli acquisizioni efficienti, nell'ambito di «stock-for-stock transactions», si veda SUBRAMANIAN, (nt. 111), 696.

esclusivamente in denaro²⁵⁰: in entrambi i casi, infatti, il rispetto della regola del prezzo più alto pagato è rimesso all'esatta corrispondenza fra il corrispettivo (più elevato) riconosciuto *ante* offerta, espressivo del valore che l'offerente attribuisce ai titoli della *target*, e il corrispettivo da riconoscersi per l'adesione alla stessa. Ebbene, anche in questa seconda ipotesi una sopravvalutazione dei titoli dell'offerente avrebbe l'effetto di deprimere il prezzo d'offerta determinato secondo la *highest price paid rule*, agevolando la realizzazione di operazioni inefficienti. Tuttavia, né la direttiva OPA, né la normativa nazionale (primaria e secondaria) prendono in considerazione tale eventualità, la cui ammissibilità è, però, affermata dalla Consob in via generale²⁵¹.

Alla luce di quanto precede, la diffidenza con cui ancora oggi l'ordinamento guarda al fenomeno delle offerte pubbliche di scambio obbligatorie appare giustificata tanto nella prospettiva della tutela degli azionisti di minoranza, quanto in quella – complementare – dell'efficienza del mercato del controllo, sebbene le soluzioni adottate per circoscriverne l'utilizzo riescano a proteggere tali interessi solo in parte.

6. L'individuazione del "prezzo più alto pagato".

A conclusione dell'indagine ora svolta sul significato della *highest price paid rule* e sulle norme che incidono sul suo funzionamento nell'ambito del mercato del controllo societario, resta da chiarire come la stessa operi in concreto in sede di determinazione del corrispettivo d'offerta. Se la regola mira ad assicurare la corrispondenza tra il prezzo dell'OPA e il valore di scambio dei titoli della *target* nella prospettiva dell'offerente (v. *supra*, § 4.1), contribuendo così alla funzione di filtro contro le acquisizioni inefficienti svolta dall'istituto dell'obbligo di offerta (v. *supra*, §§ 3.1 s.), occorre soffermarsi sugli elementi che concorrono a definire tale

²⁵⁰ Questa particolare ipotesi sarà oggetto di approfondimento *infra*, cap. III, § 1.5.5.

²⁵¹ Si veda la Comunicazione Consob, 25 luglio 2007, n. DEM/7069353: «non si ravvisano ostacoli di tipo normativo alla circostanza secondo cui, a fronte dell'acquisizione del controllo attraverso un'operazione di scambio, la successiva offerta obbligatoria venga effettuata in contanti». Sulle problematiche connesse al ricorso a tale tecnica acquisitiva si tornerà *infra*, cap. III, § 1.5.6.

valore. A questo scopo, è necessario distinguere fra l'ipotesi in cui gli acquisti precedenti alla promozione dell'OPA siano stati effettuati esclusivamente in forma anonima sul mercato regolamentato e quella in cui essi siano stati realizzati almeno in parte attraverso trattative fuori mercato.

Nel primo caso, infatti, il corrispettivo per l'adesione all'offerta coinciderà semplicemente con il valore più elevato a cui i titoli oggetto dell'OPA sono stati scambiati, nel periodo rilevante, nelle transazioni in cui l'offerente o le persone che agiscono di concerto erano acquirenti. Pertanto, per la determinazione del prezzo d'offerta, sarà sufficiente prendere in considerazione tutti gli acquisti effettuati sul mercato nei dodici mesi anteriori alla comunicazione *ex art. 102*, comma 1, t.u.f. dai soggetti tenuti a promuovere l'offerta²⁵² e, per ogni categoria di titoli, individuare il prezzo più alto pagato da uno di essi.

Al contrario, quando l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo hanno concluso accordi fuori mercato per l'acquisto dei titoli oggetto della futura OPA, occorre analizzare tali accordi per individuare il corrispettivo pattuito. Può accadere, infatti, che essi non si limitino a prevedere la cessione di un certo quantitativo di azioni (o di altri strumenti finanziari ricompresi nella definizione di cui all'art. 101-*bis*, comma 2, t.u.f.) dietro un corrispettivo in denaro, ma contengano clausole accessorie, che influiscono sull'equilibrio contrattuale complessivo²⁵³. Di tali clausole occorrerà, quindi, tenere conto nel determinare quale sia il valore "contrattualmente attribuito ai titoli"²⁵⁴ oggetto del trasferimento²⁵⁵, in relazione al

²⁵² Per effetto dell'obbligo posto solidalmente in capo a tutti i concertisti, *ex art. 109* t.u.f. (cfr. § 5.3)

²⁵³ Il contenuto di tali clausole può spaziare dalla previsione di particolari modalità per il calcolo del prezzo (eventualmente legate a quotazioni di mercato), alla determinazione di un rapporto di cambio tra i titoli dell'offerente e i titoli della *target* in caso di permuta (cfr. § 5.4), all'attribuzione di una parte del corrispettivo per la partecipazione acquistata in forma diversa sia dai contanti che dagli strumenti finanziari (si pensi, ad esempio, al trasferimento di un immobile o di un'azienda, ovvero alla concessione di diritti su beni immateriali). Per gli orientamenti espressi dalla Consob riguardo alcune delle ipotesi considerate, cfr. RAINELLI, (nt. 10), 631.

²⁵⁴ Cfr. art. 44-*ter* Regolamento Emittenti, su cui si rinvia a quanto osservato nel § 5.1.

²⁵⁵ In particolare, si tratterà di capire quali tra le clausole accessorie incidano sul prezzo di trasferimento dei titoli e quali siano, invece, estranee allo stesso. In questo senso, particolarmente

quale applicare la *highest price paid rule*²⁵⁶. In queste ipotesi, pertanto, la fissazione del prezzo d'offerta non consiste in un'operazione meccanica, ma richiede l'esatta ricostruzione dei termini dell'accordo raggiunto tra la parti.

In entrambi i casi, il corrispettivo che sarà riconosciuto per l'adesione all'OPA (o OPSc) deve essere indicato dall'offerente nella comunicazione di cui all'art. 102, comma 1, t.u.f.²⁵⁷ e nel documento d'offerta²⁵⁸, con cui la stessa è promossa entro venti giorni²⁵⁹. Questo significa che spetta allo stesso soggetto che lancia l'offerta il compito di individuarne il prezzo e di dichiararlo alla Consob e al mercato²⁶⁰.

In proposito, è controverso se il rispetto della *highest price paid rule* rientri tra le verifiche che l'autorità di vigilanza è chiamata svolgere in sede di approvazione del documento d'offerta, ex art. 102, comma 4, t.u.f. In effetti, la disposizione da ultimo richiamata si limita a prevedere che la Consob approvi il documento qualora lo ritenga «idoneo a consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta» e, sulla base di tale argomento testuale, parte della dottrina ha ritenuto che l'autorità di vigilanza non sia tenuta a vagliare la veridicità delle affermazioni compiute nel documento, «ma solo a valutarne la completezza e l'assenza di evidenti falsità o irregolarità»²⁶¹. Tuttavia, l'ampiezza delle prerogative di

problematiche si potrebbero rivelare le previsioni in favore di azionisti venditori che abbiano precedentemente ricoperto incarichi gestionali nella società, ovvero che l'offerente si impegni a nominare negli organi di amministrazione, in caso di successo dell'operazione. In simili ipotesi, infatti, si rende necessario distinguere tra le somme riconosciute a titolo di ristoro per la perdita dell'incarico, ovvero promesse a titolo di compenso futuro (rispettivamente), e quelle attribuite a fronte della cessione delle azioni detenute da tali soggetti. La questione sarà oggetto di approfondimento *infra*, cap. III, § 1.5.4.

²⁵⁶ Naturalmente, qualora l'offerente abbia concluso più accordi fuori mercato, ovvero abbia parallelamente acquistato titoli sul mercato, occorrerà affrontare un passaggio ulteriore, volto a individuare in quale sede egli abbia corrisposto il prezzo *più elevato*.

²⁵⁷ Si veda in tal senso l'art. 37, comma 1, lett. e) Regolamento Emittenti.

²⁵⁸ Il «corrispettivo unitario offerto» è tra le informazioni che devono essere contenute nel frontespizio del documento d'offerta, come richiesto dallo schema riportato nell'allegato 2A al Regolamento Emittenti.

²⁵⁹ Cfr. art. 6, par. 2, direttiva OPA e 106, comma 2, t.u.f.

²⁶⁰ Cfr. F. M. MUCCIARELLI, (nt. 3), 67.

²⁶¹ Così F. M. MUCCIARELLI, (nt. 3), 68.

“amministrazione dell’offerta” riservate all’autorità di vigilanza²⁶² fornisce un solido argomento a favore della tesi che rintraccia nell’approvazione da parte della Consob non solo un giudizio di idoneità informativa del documento, ma anche una valutazione di astratta conformità alla disciplina applicabile (e, quindi, anche alla *highest price paid rule*)²⁶³ dell’offerta promossa²⁶⁴.

Ad ogni modo, l’approvazione del documento d’offerta non pregiudica l’esercizio dei poteri d’intervento che la legge attribuisce alla stessa autorità di vigilanza²⁶⁵, qualora eventuali deviazioni dalla regola del prezzo più alto pagato emergessero soltanto in un momento successivo²⁶⁶. Il tema sarà oggetto di trattazione nel prossimo capitolo.

²⁶² L’art. 102, comma 5, t.u.f., rimette, infatti, alla Consob il potere di sospendere l’OPA in caso di fondato sospetto di violazione delle norme primarie o secondarie rilevanti (lett. a), nonché di dichiararla decaduta, laddove la violazione venisse accertata (lett. c).

²⁶³ Nella pratica, quando, per le specificità dell’operazione che ha determinato il sorgere dell’obbligo di OPA, l’applicazione della *highest price paid rule* presenta profili problematici, il futuro offerente spesso rivolge alla Consob un quesito sulla correttezza di una particolare modalità di calcolo del prezzo d’offerta; in questo modo, poiché l’eventuale posizione contraria dell’autorità di vigilanza viene manifestata prima che il documento d’offerta sia presentato per l’approvazione, si previene, di fatto, il problema dell’estensione delle verifiche da svolgere in quella sede. In questo senso, si vedano, ad es., le Comunicazioni Consob 25 luglio 2007, n. DEM/7069353; 24 febbraio 2012, n. 12014102; 4 aprile 2012, n. 12027130; 3 maggio 2012, n. 12036271; 4 agosto 2015, n. DCG/0063476/15; 4 maggio 2016, n. 0040628 (sulla questione, in ogni caso, si tornerà *infra*, cap. III, § 6).

²⁶⁴ Cfr. TRISCORNIA, *Il contenuto del documento d’offerta come “momento” di integrazione della disciplina regolamentare sull’OPA*, in *Riv. soc.*, 2017, 441, nonché BENAZZO, *Le OPA volontarie*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, Zanichelli, 2020, 1368. Sul punto, si potrebbe argomentare che la verifica della corrispondenza fra il prezzo dichiarato e il prezzo risultante dall’esatta applicazione della *highest price paid rule* rientri nel controllo sull’idoneità informativa del documento d’offerta, dal momento che un’aperta violazione della regola sarebbe pensabile solo a fronte di un’alterazione delle informazioni relative ai termini dell’operazione che ha determinato il sorgere dell’obbligo di offerta (ad esempio tacendo la partecipazione di persone che agiscono di concerto, ovvero l’esistenza di accordi ulteriori). Tuttavia, è altresì ipotizzabile che, qualora l’acquisto fuori mercato della partecipazione di controllo s’inserisca in una trattativa più complessa (v. *supra*, nt. 253 e testo corrispondente), la scorretta applicazione della regola non si accompagni a inesattezze o omissioni nel documento d’offerta, ma risieda esclusivamente nella ricostruzione dei termini dell’accordo operata dall’offerente. In questa seconda eventualità, diviene centrale la delimitazione dell’ambito delle verifiche che la Consob è chiamata a svolgere in sede di approvazione del documento d’offerta.

²⁶⁵ Cfr. art. 106, comma 3, lett. c) e d) t.u.f., che saranno oggetto di approfondimento nel cap. III, sez. I.

²⁶⁶ In questo senso si veda, esplicitamente, la richiamata Comunicazione Consob, 24 febbraio 2012, n. 12014102.

CAPITOLO III

LE DEVIAZIONI DALLA *HIGHEST PRICE PAID RULE*: CASISTICA E RIMEDI.

Sezione Prima

La rettifica del corrispettivo d'offerta ad opera della Consob

1.1 La modifica del prezzo d'offerta nelle previsioni della direttiva OPA e del Testo Unico della Finanza.

Se, come emerge dalla ricostruzione proposta, il corrispettivo determinato sulla base della *highest price paid rule* rappresenta l'indice più affidabile del valore di scambio dei titoli oggetto dell'offerta²⁶⁷, occorre domandarsi come mai l'ordinamento preveda che da tale regola sia talora possibile discostarsi, modificando il prezzo dell'OPA obbligatoria.

In effetti, già il *Winter Report*, sul presupposto che la *highest price paid rule* possa, in specifiche ipotesi²⁶⁸, condurre a esiti contrastanti con le finalità della disciplina delle offerte obbligatorie²⁶⁹, raccomandava alla Commissione di prevedere, nell'emananda direttiva, la possibilità per gli Stati di deviare dalla regola in particolari evenienze, attribuendo il relativo potere di intervento alle autorità di vigilanza nazionali²⁷⁰. Sulla scorta di tale raccomandazione²⁷¹, l'art. 5, par. 4, direttiva OPA riconosce ai singoli

²⁶⁷ Si vedano le riflessioni svolte nel cap. II, in particolare nei §§ 3.2 e 4.1.

²⁶⁸ Il *Report of the high-level Group of company law experts on issues related to Takeover Bid*, 50, prende espressamente in considerazione alcune di queste ipotesi, chiarendo, tuttavia, che le stesse non esauriscono il ventaglio delle possibilità in cui analoghe disfunzioni potrebbero presentarsi: «Such circumstances include, but are not limited to, the following situations: the highest price paid was set by collusion (i.e. an agreement with the vendor aimed at evading the highest price paid rule); market prices in general have been affected by highly exceptional events; market prices for the relevant securities have been manipulated; a lower price may be a necessary condition to make it possible for companies in distress to be rescued from bankruptcy».

²⁶⁹ Nell'impostazione del *Report*, tuttavia, tra le finalità in questione si annovera la parità di trattamento che appare, invece, estranea alla *ratio* dell'istituto nella ricostruzione proposta nel cap. II (in particolare, cfr. § 2.1).

²⁷⁰ Cfr. *Report of the high-level Group of company law experts on issues related to Takeover Bid*, 50.

²⁷¹ Si veda la *Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio concernente le offerte pubbliche di acquisto* (2003/C 45 E/01), presentata dalla Commissione il 2 ottobre 2002, *sub* art. 5, ove si afferma che,

Stati la facoltà di autorizzare le rispettive autorità di vigilanza a modificare, con decisione «motivata e resa pubblica», il prezzo individuato sulla base della *highest price paid rule*, in situazioni predeterminate. Sul punto, la disposizione comunitaria si limita a riportare un'elencazione – meramente esemplificativa²⁷² – di fattispecie potenzialmente rilevanti, mutuata dalle indicazioni già contenute nel *Winter Report*²⁷³, e rimette ai singoli Stati il compito di definire compiutamente le circostanze che possono dare adito a una modifica del prezzo d'offerta, nonché di selezionare i criteri a cui l'autorità di vigilanza deve attenersi nel procedere a tale modifica²⁷⁴; gli unici vincoli posti alla discrezionalità dei legislatori nazionali riguardano, da un lato, il rispetto dei principi generali di cui all'art. 3 della direttiva²⁷⁵ e, dall'altro, l'esigenza

sebbene di norma il prezzo migliore per gli azionisti di minoranza, e al contempo più equo per l'offerente in termini di certezza giuridica (cfr. cap. II, § 3.1, in particolare nt. 157), sia il prezzo più elevato pagato, «nella congiuntura economica e finanziaria attuale, una certa elasticità deve essere garantita nell'applicazione di questo principio». La motivazione addotta per accogliere la raccomandazione del *Winter Report*, tuttavia, appare riduttiva rispetto alle potenzialità dell'istituto della modifica autoritativa del prezzo d'offerta (in proposito, v. *infra*, § 2.1).

²⁷² In questo senso depone, oltre al dato testuale («[Gli Stati membri] possono redigere un elenco di circostanze nelle quali il prezzo massimo può essere modificato, verso l'alto o verso il basso, *come ad esempio* se il prezzo massimo è stato concordato tra l'acquirente ed un venditore, se i prezzi di mercato dei titoli in oggetto sono stati manipolati, se i prezzi di mercato in generale o in particolare sono stati influenzati da eventi eccezionali, o per permettere il salvataggio di un'impresa in difficoltà»), l'interpretazione "autentica" della Corte di Giustizia dell'Unione Europea (cfr. Corte Giust. UE, 20 luglio 2017, C-206/16, par. 38, ove la Corte si conforma alle conclusioni presentate dall'avvocato generale, par. 53).

²⁷³ Si veda l'elenco riportato alla nt. 268.

²⁷⁴ Alla luce della tecnica legislativa impiegata dall'art. 5, par. 4, secondo alinea direttiva 2004/25/CE, agli Stati è riconosciuto un ampio margine di manovra. Agli stessi, infatti, è consentito di trarre liberamente spunto dalle circostanze riportate dalla disposizione comunitaria in via esemplificativa, come pure di prescindere dalle stesse per elaborarne di nuove, purché la modifica del prezzo d'offerta al ricorrere delle stesse appaia giustificata da esigenze coerenti con il quadro normativo complessivo (v. *infra* nel testo).

²⁷⁵ Tra i principi generali affermati dall'art. 3 direttiva OPA, risultano pertinenti, oltre alla tutela dei possessori di titoli in occasione del ricambio del controllo societario, il già menzionato principio del trattamento equivalente di cui alla stessa lett. a), che impone il rispetto della parità di trattamento all'interno del procedimento d'offerta (cfr. cap. 2, § 2.2); il divieto di creare mercati fittizi per i titoli della società *target*, in modo tale da innescare aumenti o cali delle sue quotazioni di cui alla lett. d); ovvero il canone della ragionevole durata delle limitazioni alle attività sociali che discendono dalla promozione di un'offerta, di cui alla lett. f).

che circostanze e criteri suddetti siano individuati «chiaramente»²⁷⁶. Il fatto che non vengano esplicitati né la finalità in vista della quale tale discrezionalità dovrebbe essere esercitata, né gli interessi a protezione dei quali la possibilità di deviare dalla *highest price paid rule* è stata introdotta, tuttavia, rende particolarmente problematico identificare la *ratio* della previsione, nonché verificare la coerenza delle scelte dei legislatori nazionali con la stessa²⁷⁷.

In Italia, il decreto di attuazione²⁷⁸, pur riprendendo le medesime fattispecie indicate dalla direttiva (sebbene con alcune variazioni, non prive di rilevanza pratica e sistematica, di cui si dirà *infra*), ha introdotto, all'art. 106 t.u.f., due distinte classi di ipotesi – la cui specificazione è rimessa al potere regolamentare della Consob – in presenza delle quali l'offerta obbligatoria, «previo provvedimento motivato» della stessa autorità di vigilanza, è promossa a un prezzo inferiore o superiore a quello più elevato pagato²⁷⁹. Nello specifico, nel novero delle ipotesi di modifica verso il basso del corrispettivo, oltre all'influenza di «eventi eccezionali» e al «fondato sospetto di manipolazione»²⁸⁰ (menzionate anche nella disposizione comunitaria, con

²⁷⁶ La portata della previsione sarà analizzata *infra*, § 1.5. Ad ogni modo, la stessa implica, quanto meno, che «l'autorizzazione accordata alle autorità di vigilanza a procedere alla rettifica del prezzo assuma la forma di un complesso di regole scritte, pubblicate in anticipo e facilmente accessibili al pubblico, al fine di garantire la tutela dell'affidamento degli operatori coinvolti» (cfr. Corte Giust. UE, 15 marzo 2017, C-206/16, conclusioni presentate dall'avvocato generale, par. 52).

²⁷⁷ Tra le disposizioni di attuazione dell'art. 5, par. 4, secondo alinea direttiva 2004/25/CE, si vedano, in particolare: Rule 9.5, par. (c), note 3 *City Code on Takeovers and Mergers* (UK); Rule 9.4, par. (d), *Takeover rules* (Irlanda); art. 234-6 *Règlement général de l'AMF* (Francia); art. 55 *Arreté royale 27 avril 2007* (Belgio); art. 9, par. 4 *Réal decreto 1066/2007* (Spagna).

²⁷⁸ Si veda l'art. 3, comma 2, d. lgs. 19 novembre 2007, n. 229, nonché le disposizioni integrative di cui all'art. 2 d. lgs. 25 settembre 2009, n. 149.

²⁷⁹ Cfr. art. 106, comma 3, lett. c) e d), inserite dall'art. 2 d. lgs. 19 novembre 2007, n. 229. Al potere regolamentare dell'autorità di vigilanza, in realtà, è stata demandata non solo la specificazione di tali ipotesi, ma anche la definizione del procedimento per la modifica del prezzo d'offerta. In attuazione della delega sono stati, quindi, introdotti, con delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731, gli artt. 47-bis ss. Regolamento Emittenti. Per effetto della modifica, alle ipotesi di riduzione del prezzo d'offerta di cui all'art. 106, comma 3, lett. c) sono oggi dedicati gli artt. da 47-bis a 47-quinquies del regolamento, mentre le ipotesi di aumento di cui alla lett. d) sono disciplinate dagli artt. 47-sexies a 47-novies.

²⁸⁰ Art. 106, comma 3, lett. c), n. 1 t.u.f. e artt. 47-ter s. Regolamento Emittenti.

formulazione analoga²⁸¹), è contemplata l'eventualità che il prezzo più elevato sia stato pagato nel contesto di «particolari operazioni di compravendita»²⁸²; per quanto riguarda, invece, le ipotesi di modifica verso l'alto, la previsione di un prezzo massimo «concordato tra l'acquirente ed un venditore» di cui all'art. 5, par. 4, direttiva OPA viene scomposta dal legislatore nazionale nelle due distinte fattispecie di «pattuizioni per l'acquisto di titoli»²⁸³ e di «collusione»²⁸⁴, alle quali si aggiunge, nuovamente, il «fondato sospetto di manipolazione»²⁸⁵.

Il tendenziale parallelismo tra aumento e diminuzione del prezzo d'offerta²⁸⁶, sottolineato dalla descritta architettura normativa, nonché dal comune riferimento alla medesima fattispecie della manipolazione dei prezzi di mercato, viene meno con riguardo a due specifici aspetti della disciplina:

²⁸¹ L'art. 5, par. 4, secondo alinea contempla, infatti, la possibilità che «i prezzi di mercato dei titoli in oggetto s[ia]no stati manipolati», ovvero che «i prezzi di mercato in generale o in particolare s[ia]no stati influenzati da eventi eccezionali» (v. nt. 272).

²⁸² L'art. 106, comma 3, lett. c), n. 2 t.u.f. si riferisce, in realtà, a due diverse fattispecie: nella prima, il corrispettivo più elevato è stato pagato nell'ambito di «operazioni di compravendita sui titoli oggetto dell'offerta effettuate a condizioni di mercato e nell'ambito della gestione ordinaria della propria attività caratteristica»; nella seconda, esso coincide con «il prezzo di operazioni di compravendita che avrebbero beneficiato di una delle esenzioni di cui al comma 5» dell'art. 106 t.u.f. Entrambe le fattispecie sono disciplinate dall'art. 47-*quinquies* Regolamento Emittenti, rubricato, appunto, «Riduzione del prezzo in caso di particolari operazioni di compravendita». In proposito, si veda il § 1.3.

²⁸³ Art. 106, comma 3, lett. d), n. 1 t.u.f. e art. 47-*septies* Regolamento Emittenti.

²⁸⁴ Art. 106, comma 3, lett. d), n. 2 t.u.f. e art. 47-*octies* Regolamento Emittenti. L'ipotesi di collusione fra offerente e venditore, assente in questi termini nell'elencazione dell'art. 5, par. 4, direttiva OPA, era invece contemplata dal *Report of the high-level Group of company law experts on issues related to Takeover Bid*, 50 (v. nt. 268). In senso analogo cfr. DE BIASI, *Rettifica del prezzo d'OPA e poteri della Consob: il TAR rinvia alla Corte di giustizia*, in *Rivista della Regolazione dei mercati* (nota a T.A.R. Lazio, 19 luglio 2016 - 16 novembre 2016, nn. 11442, 11444 e 11445), 2017, 210, secondo cui l'espressione non è altro che un «calco» della «*collusion*» menzionata dal *Winter Report*.

²⁸⁵ Art. 106, comma 3, lett. d), n. 4 t.u.f. e art. 47-*novies* Regolamento Emittenti. La disposizione legislativa contemplava in origine (*sub* n. 3) un'ulteriore ipotesi di modifica verso l'alto del prezzo d'offerta, per il caso in cui venissero svolte operazioni «volte ad eludere l'obbligo di offerta pubblica d'acquisto». Quest'ultima ipotesi, tuttavia, è stata abrogata dall'art. 2, comma 1, lett. c), d. lgs. 25 settembre 2009, n. 149, prima ancora di trovare compiuta attuazione nel Regolamento Emittenti. Sull'importanza sistematica della novella si tornerà *infra*, § 2.2.

²⁸⁶ Tale parallelismo è evidenziato anche dalle (poche) pronunce giurisprudenziali in materia: si veda, ad es., Trib. Genova, 8 novembre 2016, ord.

(i) sotto il profilo procedurale, mentre la modifica verso il basso del prezzo d'offerta deve essere deliberata dalla Consob al più tardi con l'approvazione del documento d'offerta, su istanza (presentata entro cinque giorni dalla comunicazione di cui all'art. 102, comma 1, t.u.f.) dei soggetti tenuti a promuovere l'OPA²⁸⁷, la modifica verso l'alto può essere deliberata fino alla chiusura del periodo d'adesione²⁸⁸, d'ufficio o su istanza di chiunque vi abbia interesse²⁸⁹;

(ii) sotto il profilo dei presupposti sostanziali dell'intervento dell'autorità di vigilanza, soltanto la rideterminazione al rialzo del corrispettivo è subordinata alla condizione della sua necessità «per la tutela degli investitori»²⁹⁰.

Tali divergenze, tuttavia, non impediscono, di per sé, di ricercare una logica unitaria dietro ai distinti meccanismi di modifica, verso l'alto ovvero verso il basso, del prezzo d'offerta, come suggerito, peraltro, dall'unicità della previsione comunitaria da cui entrambi scaturiscono²⁹¹. In questo senso, sembra opportuno soffermarsi sulle singole ipotesi considerate dall'ordinamento, nel tentativo di comprendere le ragioni che, di volta in volta, possono giustificare l'intervento dell'autorità di vigilanza sul

²⁸⁷ Art. 47-bis Regolamento Emittenti, ove i soggetti tenuti a promuovere l'OPA sono quelli individuati dagli artt. 106, comma 1, e 109, comma 1, t.u.f (qualora sia configurabile un'azione di concerto).

²⁸⁸ Art. 47-sexies Regolamento Emittenti.

²⁸⁹ Le differenze procedurali appaiono facilmente comprensibili se si considera, da un lato, il diverso perimetro dei soggetti interessati a ottenere una modifica del prezzo d'offerta (l'offerente e le persone che agiscono di concerto in caso di modifica al ribasso; l'emittente, gli azionisti di minoranza e gli investitori in genere in caso di modifica al rialzo), dall'altro, la situazione di asimmetria informativa in cui gli stessi versano. Infatti, mentre i primi conoscono senz'altro il contesto in cui è sorto l'obbligo d'offerta, i secondi ne apprendono i dettagli soltanto *a seguito* della pubblicazione del documento d'offerta. Sul punto, si veda anche CONSOB, *Documento di consultazione. Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio, Allegato 1, Modifiche regolamentari richieste dal d.lgs. di recepimento della direttiva 2004/25/CE (e da successivi interventi legislativi)*, 6 ottobre 2010, 71. In quest'ottica, non sembra, invece, possibile trarre dalle differenze procedurali in questione alcuna indicazione circa un presunto maggior favore dell'ordinamento per i provvedimenti di modifica al rialzo, anche perché una simile indicazione sarebbe contestualmente smentita dalla differenza di segno opposto sul piano dei presupposti sostanziali, riportata *sub (ii)* nel testo.

²⁹⁰ La portata della condizione richiamata sarà oggetto di analisi *infra*, §§ 3.1 s., a proposito della definizione dell'ambito di discrezionalità accordato alla Consob per l'intervento sul prezzo d'offerta.

²⁹¹ In effetti, l'art. 5, par. 4, direttiva OPA si limita a elencare una serie eterogenea di circostanze (v. nt. 272), senza distinguere sulla base della direzione della modifica a cui le stesse possono dare luogo. Analogamente, nessuna delle disposizioni di attuazione citate alla nt. 277 attribuisce espressa rilevanza a questo aspetto, suddividendo in due "classi" i presupposti per la modifica.

corrispettivo determinato in base alla *highest price paid rule*. Prima di affrontare l'analisi, tuttavia, occorre precisare che, tra le diverse fattispecie che danno adito all'intervento della Consob sul prezzo d'offerta, soltanto la «collusione fra l'offerente e uno o più venditori» ha assunto una certa rilevanza nella prassi²⁹², sollecitando anche le prime riflessioni da parte della dottrina sul tema²⁹³. In effetti, la collusione rappresenta l'ipotesi più interessante e, al tempo stesso, emblematica tra quelle previste dall'art. 106, comma 3, lett. c) e d), t.u.f. e, per tale ragione, anche nel presente lavoro essa sarà oggetto di maggiore approfondimento.

1.2 Le fattispecie rilevanti: eventi eccezionali e fondato sospetto di manipolazione.

L'art. 106, comma 3, lett. c), n. 1 t.u.f., prescrivendo che il prezzo d'offerta sia diminuito «qualora i prezzi di mercato siano stati influenzati da eventi eccezionali o vi sia il fondato sospetto che siano stati oggetto di manipolazione», considera due distinti presupposti per l'intervento della Consob sul prezzo d'offerta, a cui corrispondono altrettante disposizioni di dettaglio del Regolamento Emittenti.

²⁹² Sulle principali operazioni nell'ambito delle quali sono stati rintracciati gli estremi dell'OPA c.d. "collusiva", si veda *infra*, § 1.5, nt. 367 s. Si veda altresì il provvedimento del Panel di Borsa Italiana s.p.a., istituito ai sensi della Scheda Sei del Regolamento Emittenti AIM, emesso in data 11 marzo 2019, in relazione all'OPA "statutaria" (v. nt. 61) promossa su società con titoli ammessi all'AIM Italia.

²⁹³ Cfr. MUCCIARELLI, *OPA collusiva, autonomia privata e poteri della Consob (con una digressione su legittimazione a impugnare e voto di lista)*, (nota a Trib. Genova, 28 luglio 2017), in *Giur. comm.*, 2019, II, 219; ID, (nt. 8), 556; P. GIUDICI, *OPA: collusione tra acquirente e venditore e tutele degli azionisti di minoranza* (nota a Trib. Genova, 8 novembre 2016, ord.), in *Società*, 2017, 467; DE BIASI, (nt. 284), 198; CALDERAZZI, *Offerta collusiva e poteri della Consob* (nota a Trib. Genova, 8 novembre 2016, ord.), in *Giorn. dir. amm.*, 2017, 545; A. MORELLO, *La "collusione" nelle offerte pubbliche di acquisto* (nota a Corte Giust. UE, 20 luglio 2017, C-206/16), in *Riv. dir. comm.*, 2017, 641; DEL GATTO, (nt. 128), 293; ABU AWWAD, *Collusione e rettifica del prezzo nell'opa obbligatoria: fattispecie e sanzioni* (nota a Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330), in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2019, 167; PALLADINO, *La finalità elusiva delle regole dell'OPA obbligatoria quale linea di demarcazione tra accordo lecito e fattispecie collusiva*, (nota a Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330), in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2019, 181; DE POLI, *L'OPA obbligatoria e la rettifica del prezzo per fatti "colludenti"* (nota a Corte Giust. UE, 20 luglio 2017, C-206/16 e a Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330), in *Società*, 2019, 848; FOFFANI, *Potere regolatorio della Consob e materia penale*, (nota a Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330), in *Giur. comm.*, 2020, II, 562; MIDIRI, *Principio di legalità sostanziale e potere regolatorio della Consob*, (nota a Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330), in *Giur. comm.*, 2020, II, 566; sul tema, sia consentito rinviare anche a CADORIN, *OPA collusiva, poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 399.

In particolare, l'art. 47-ter Regolamento Emittenti disciplina l'ipotesi in cui il corrispettivo più elevato pagato dall'offerente sia stato determinato da un «evento eccezionale e imprevedibile che abbia comportato un temporaneo e significativo rialzo dei prezzi di mercato». Benché non sia specificato se l'innalzamento nelle quotazioni di borsa rilevante debba riguardare il mercato in generale o i titoli della *target* in particolare, la circostanza che, nella richiamata previsione del t.u.f., gli eventi eccezionali siano posti sullo stesso piano della manipolazione induce a preferire la seconda alternativa²⁹⁴. Tuttavia, si deve trattare di situazioni diverse (e indipendenti) dal rastrellamento di azioni sul mercato da parte del futuro offerente o dalla diffusione di notizie relative alla possibile acquisizione, dal momento che tali eventi, provocando normalmente un significativo aumento nelle quotazioni di borsa della società bersaglio²⁹⁵, non possono qualificarsi come “eccezionali” né, tantomeno, “imprevedibili”²⁹⁶ nel contesto di un'operazione sul controllo societario²⁹⁷. Da ultimo, la precisazione che il rialzo dei prezzi di mercato debba necessariamente presentare carattere temporaneo conduce ad escludere dall'ambito di applicazione della previsione la diffusione di informazioni concernenti lo sviluppo di nuovi progetti

²⁹⁴ È pur vero che la disposizione comunitaria di riferimento (art. 5, par. 4, secondo alinea, direttiva 2004/25/CE) allude all'ipotesi in cui «i prezzi di mercato *in generale o in particolare* sono stati influenzati da eventi eccezionali» (v. nt. 272), tuttavia tale formulazione non è ripresa dall'art. 106, comma 3, lett. c), n. 1 t.u.f., ove gli “eventi eccezionali”, al pari della “manipolazione”, sono considerati quali possibili cause della “influenza sui prezzi di mercato” (sul rapporto tra direttiva comunitaria e legislazione nazionale nella definizione delle circostanze rilevanti, cfr. nt. 274). Le condotte manipolative, del resto, riguardano necessariamente uno o più strumenti finanziari determinati (v. nt. 302).

²⁹⁵ A proposito degli incrementi nel valore azionario della *target* che conseguono alla diffusione di informazioni relative all'imminente lancio di un'offerta pubblica di acquisto sulla stessa, si veda, per tutti, BRADLEY - DESAI - KIM, *The Rationale Behind Interfirm Tender Offers. Information or Synergy?*, in 11 *J. financ. econ.*, 1983, 183.

²⁹⁶ La formulazione della disposizione, per vero, lascia aperto l'interrogativo circa la possibilità di qualificare come semplice endiadi il riferimento al carattere «eccezionale e imprevedibile» dell'evento. Nel senso che si tratti, invece, di requisiti distinti, cfr. FAUCEGLIA, (nt. 190), 1399, il quale, tuttavia, esprime una posizione critica sulla scelta del regolatore di introdurre un elemento ulteriore, non indicato dalla corrispondente disposizione del t.u.f.

²⁹⁷ Senza contare che, siccome tale aumento deriva dall'incorporazione nelle quotazioni di borsa delle nuove informazioni rese disponibili sul mercato dal tentativo di scalata (v. nt. 295), non vi sarebbe ragione per escluderlo dalla base di calcolo del prezzo dell'OPA obbligatoria, quanto meno alla luce della *ratio* della modifica del corrispettivo d'offerta proposta *infra*.

imprenditoriali: in effetti, poiché gli stessi incidono sulle prospettive reddituali dell'emittente nel medio o lungo periodo, le conseguenze della loro comunicazione al mercato tendono a provocare effetti duraturi nelle quotazioni dei titoli. Alla luce di tali esclusioni, i confini della fattispecie di cui all'art. 47-ter Regolamento Emittenti appaiono estremamente circoscritti: si deve trattare, infatti, di circostanze del tutto anomale e imprevedute, che provocano un repentino quanto effimero incremento nel valore di mercato dei titoli della società bersaglio²⁹⁸. Il contesto nel quale la fattispecie così delineata assume rilevanza è, almeno in linea tendenziale, quello della scalata di una società ad azionariato diffuso, per mezzo di acquisti in forma anonima sul mercato regolamentato²⁹⁹: in effetti, in questa tipologia di operazioni le oscillazioni di borsa dei titoli della *target* incidono sul prezzo più alto pagato sempre e direttamente, mentre tale incidenza è solo eventuale e indiretta quando la partecipazione di controllo è acquistata attraverso negoziazioni fuori mercato³⁰⁰.

Per le stesse ragioni, anche la seconda fattispecie considerata dall'art. 106, comma 3, lett. c), n. 1 t.u.f. – vale a dire il «fondato sospetto di manipolazione» dei prezzi – sembra riguardare prevalentemente le situazioni in cui la soglia rilevante per il sorgere dell'obbligo di OPA è raggiunta a seguito del rastrellamento di azioni sul mercato. Essa attiene all'eventualità che una condotta manipolativa abbia determinato un temporaneo rialzo nelle quotazioni di borsa dei titoli oggetto dell'offerta, influenzando sul prezzo più elevato pagato dall'offerente (o dalle persone

²⁹⁸ Si consideri, a titolo d'esempio (non meramente di scuola), l'ipotesi di una società sportiva professionistica i cui titoli azionari, quotati sul mercato regolamentato, registrino una "impennata" a seguito dell'insperata vittoria di una partita chiave in un'importante competizione: se questo scenario si verificasse nella fase precedente il lancio di un'OPA, il futuro offerente che avesse acquistato i titoli a prezzi "gonfiati" potrebbe presentare un'istanza per la riduzione del corrispettivo d'offerta, *ex artt. 47-bis s. Regolamento Emittenti*.

²⁹⁹ Sul punto si vedano, in particolare, il cap. I, § 2.5.2 e il cap. II, § 6.

³⁰⁰ Infatti, sebbene le parti tengano senz'altro conto dell'andamento dei titoli della *target* nell'ambito di tali negoziazioni (se non altro perché, come evidenziato da SUBRAMANIAN, nt. 111, 695: «the small block market sets a floor on prices in the MCC [ossia nel mercato del controllo societario]»), numerosi altri fattori concorrono al raggiungimento dell'accordo su un certo prezzo, quali ad esempio il valore "fondamentale" dell'impresa (v. nt. 187), l'entità dei benefici privati del controllo (v. cap. I, § 2.2 e nt. 29), la possibilità per l'acquirente di realizzare sinergie (v. nt. 162) o l'inclusione di ulteriori *asset* nella trattativa (v. cap. II, § 6 e nt. 253).

che agiscono di concerto con il medesimo) nel periodo rilevante³⁰¹. Mentre il riferimento alla “manipolazione dei prezzi” assume un significato ben preciso alla luce della disciplina vigente in materia di abusi di mercato³⁰², la nozione di “fondato sospetto”, altrimenti generica e di incerta individuazione³⁰³, è stata tipizzata dall’art. 47-*quater* Regolamento Emittenti, così come le relative modalità di accertamento³⁰⁴. Dall’esame della disposizione da ultimo citata, emerge inoltre che, ai fini dell’integrazione del presupposto per la riduzione del prezzo d’offerta, non viene in alcuna considerazione l’identità dell’autore della manipolazione, o l’eventualità che la stessa sia preordinata ad ostacolare il tentativo di scalata da parte del (futuro) offerente, rilevando soltanto il suo effetto obiettivo sui prezzi di mercato dei titoli della *target*³⁰⁵. Anche sotto quest’ultimo profilo si conferma, quindi, l’affinità tra gli

³⁰¹ Art. 47-*quater*, comma 1, Regolamento Emittenti. In questo senso si veda anche CONSOB, (nt. 289), 68. Dal confronto tra la disposizione in esame e quella, già analizzata, di cui all’art. 47-*ter*, comma 1, Regolamento Emittenti, traspare la piena corrispondenza fra i due presupposti di rettifica verso il basso del prezzo d’offerta, non a caso considerati unitariamente dall’art. 106, comma 3, lett. c), n. 1 t.u.f.

³⁰² Le condotte rilevanti in tal senso, un tempo definite dagli artt. 185 e 187-*ter* t.u.f. (cfr. art. 9, l. 18 aprile 2005, n. 62), sono oggi indicate dall’art. 12 regolamento UE 596/2014 (noto come *Market abuse regulation* o MAR). Per un approfondimento sull’evoluzione normativa della disciplina in materia, si rinvia a CONSULICH, *Manipolazione dei mercati e diritto europolitano*, in *Società*, 2016, 203.

³⁰³ Così, nuovamente, CONSOB, (nt. 289), 68, ove l’esigenza di fornire concretezza alla nozione di “fondato sospetto” è ricondotta al timore che l’espressione legislativa possa generare «notevoli dubbi interpretativi, oltre che una eccessiva discrezionalità, nella relativa applicazione».

³⁰⁴ Cfr. art. 47-*quater*, comma 2, Regolamento Emittenti: «Ai fini del presente articolo, vi è fondato sospetto in caso di: a) trasmissione al pubblico ministero della relazione motivata di cui all’articolo 187-*decies*, comma 2, del Testo unico; b) adozione di uno dei provvedimenti di natura cautelare indicati all’articolo 187-*octies* del Testo unico; c) contestazione degli addebiti per la violazione dell’articolo 187-*ter* del Testo unico; d) esercizio dell’azione penale ai sensi dell’articolo 405 del codice di procedura penale; e) disposizione di una misura cautelare nei confronti della persona sottoposta alle indagini o dell’imputato».

³⁰⁵ In effetti, un interesse ad ostacolare l’offerta potrebbe astrattamente essere ravvisato in capo a diversi soggetti, quali ad esempio gli amministratori dell’emittente (in caso di acquisizione “ostile”), ovvero altri potenziali scalatori (poiché, come chiarito *supra*, quando le condotte manipolative assumono rilievo in relazione al prezzo dell’OPA, la *target* normalmente è una società contendibile). Per contro, di un interesse a diretto ad innalzare artificiosamente il corrispettivo della stessa potrebbero essere portatori gli stessi azionisti di minoranza. Tuttavia la norma, prescindendo da simili considerazioni, attribuisce rilevanza alle (sospettate) condotte manipolative anche quando le stesse appaiano del tutto indipendenti dal tentativo di scalata in essere (tanto nell’ipotesi in cui il loro effetto sia l’aumento dei prezzi di mercato, quanto nell’ipotesi, di cui si dirà *infra*, in cui l’effetto sia la riduzione degli stessi).

“eventi eccezionali” definiti dall’art. 47-ter Regolamento Emittenti e la “manipolazione” di cui all’art. 47-quater, per lo meno nella prospettiva della modifica del corrispettivo da riconoscere agli azionisti di minoranza in sede di OPA. In effetti, le due fattispecie sono sottoposte a un’identica disciplina³⁰⁶, dal momento che rispetto ad entrambe la Consob è chiamata, su istanza del soggetto tenuto a promuovere l’offerta³⁰⁷, a «rettifica[re] in diminuzione» il corrispettivo determinato sulla base della *highest price paid rule*.

La ragione di tale (apparente) deviazione dalla regola sembra in ambo i casi riconducibile proprio alla presenza di irregolarità nelle negoziazioni di borsa, che rendono poco significativi³⁰⁸ i prezzi a cui sono stati effettuati gli acquisti sul mercato da parte dell’offerente (o delle persone che agiscono di concerto con il medesimo) in costanza delle stesse³⁰⁹. In altri termini, quando il prezzo più alto pagato dall’offerente è stato perturbato da eventi eccezionali o da manipolazioni di mercato, esso rappresenta un indice inaffidabile del valore di scambio dei titoli oggetto dell’OPA³¹⁰, sicché si rende necessario un intervento dell’autorità di vigilanza³¹¹, allo

³⁰⁶ Si vedano l’art. 47-ter, comma 2, e l’art. 47-quater, comma 3, Regolamento Emittenti, le cui formulazioni (anche con riferimento ai criteri per la rideterminazione del corrispettivo d’offerta, di cui si dirà *infra*) sono perfettamente sovrapponibili, ad eccezione del fatto che, ovviamente, l’una si riferisce all’«evento stesso» e l’altra alla «condotta manipolativa».

³⁰⁷ Cfr. § 1.1 e nt. 287.

³⁰⁸ In senso analogo, in Belgio l’art. 55, comma 3, della *Arreté royale 27 avril 2007* (cfr. nt. 277) espressamente considera la scarsa significatività dei prezzi a cui i titoli sono negoziati sul mercato quale presupposto per la rettifica del prezzo d’offerta da parte dell’autorità di vigilanza.

³⁰⁹ È vero che il corrispettivo (più alto) pagato è dotato di una qualche significatività, in quanto l’offerente si è reso pur sempre disponibile ad acquistare i titoli a quel prezzo (cfr. cap. II, § 4.1), quando, almeno in linea teorica, avrebbe potuto semplicemente astenersi dall’effettuare acquisti fino a che non si fossero esauriti gli effetti dell’evento eccezionale o della condotta manipolativa. Tuttavia, occorre altresì considerare, da un lato, che tale possibilità non sempre risulta percorribile, perché un ritardo nel compimento dell’operazione potrebbe far venire meno la convenienza della stessa, ovvero aprire la strada alla concorrenza di altri scalatori interessati al controllo della *target* (la quale, nella generalità dei casi, è una società contendibile, alla luce di quanto detto *supra*) e, dall’altro, che il prezzo più alto, che risente delle circostanze anomale di mercato, potrebbe essere stato corrisposto da una delle persone che agiscono di concerto, all’insaputa dell’offerente (in proposito si rinvia alle riflessioni svolte nel cap. II, § 5.3).

³¹⁰ Mentre, come si è detto, in circostanze normali esso è l’indicatore più attendibile del valore di scambio dei titoli della *target*, in quanto esprime l’equilibrio contrattuale sorto dall’incontro fra domanda e offerta (cfr. cap. II, § 4.1, e nt. 186).

scopo di *ripristinare*, sul piano sostanziale, il corretto funzionamento della *highest price paid rule*³¹².

In particolare, dal punto di vista dell'efficienza del mercato del controllo societario, la previsione di un meccanismo di riduzione del prezzo d'offerta consente di evitare che le anomalie in discorso impediscano la realizzazione di operazioni in grado di creare valore per gli azionisti della società *target*³¹³, come invece accadrebbe se il potenziale offerente dovesse astenersi dal portare a termine la scalata, a causa dei prezzi di mercato divenuti nel frattempo eccessivi. Nello scenario considerato, infatti, il momentaneo incremento delle quotazioni non rispecchierebbe un aumento di valore duraturo della *target*, ma sarebbe semplicemente la conseguenza di eventi eccezionali o di condotte manipolative. Pertanto, in assenza del meccanismo in discorso, qualora il progetto imprenditoriale del potenziale offerente consentisse di aumentare il valore effettivo della società bersaglio (o meglio, dei suoi titoli), ma non in misura sufficiente a coprire gli effetti anomali dell'evento o della condotta, i costi associati alla promozione dell'offerta, nell'eventualità di adesione totalitaria o quasi totalitaria da parte degli azionisti, diverrebbero per lui insostenibili³¹⁴.

Quanto precede trova riscontro nei criteri indicati dalle disposizioni richiamate per la rideterminazione verso il basso del corrispettivo d'offerta, nonché dell'impiego del

³¹¹ In senso analogo già TUCCI, *Obbligo di offerta e responsabilità civile*, in *Riv. soc.*, 2007, 1045 (nel testo e alla nota 99), ove, a sostegno dell'affermazione che la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie tutela l'aspettativa dell'investitore di realizzare il valore di scambio dell'azione, quale prodotto finanziario, viene invocato proprio l'art. 5, par. 4, direttiva OPA «là dove contempla la possibilità per gli Stati membri di autorizzare l'offerta a un prezzo inferiore ovvero superiore rispetto a quello "equo" (di cui al quarto comma), ove ricorrano particolari circostanze, per così dire, "perturbatrici" del mercato o rivelatrici di "anomalie" nelle negoziazioni o nella singola operazione rilevante. Particolarmente significativi, in questa prospettiva, paiono i riferimenti a "eventi eccezionali" o a "manipolazioni" dei prezzi».

³¹² Sull'attitudine della regola a selezionare le (sole) operazioni efficienti nella prospettiva del mercato del controllo societario, si rinvia a quanto esposto nel cap. II, in particolare ai §§ 3.1 e 3.2.

³¹³ In altri termini, la consapevolezza della possibilità di richiedere la riduzione del corrispettivo d'offerta, in presenza di incrementi anomali nel valore di mercato dei titoli della *target*, permette all'offerente di portare comunque a compimento l'operazione, senza correre i rischi connessi a un suo differimento (cfr. nt. 309). In questo senso, risulta attenuato anche l'effetto iper-deterrente della disciplina dell'OPA obbligatoria, di cui si è detto diffusamente nel cap. I, § 2.5.3.

³¹⁴ Si veda, in proposito, il cap. II, § 3.2, e, in particolare, la nt. 162.

verbo “rettificare” in relazione alla stessa. In proposito, infatti, il Regolamento Emittenti chiarisce che, qualora l’istanza *ex art. 47-bis* sia accolta, tale corrispettivo viene modificato in misura tale da coincidere con il maggiore tra il prezzo più elevato pagato, non influenzato dall’evento eccezionale o dalla condotta manipolativa, e il prezzo medio ponderato di mercato, calcolato sulla base dell’andamento del titolo nei quindici giorni antecedenti e nei quindici giorni successivi al verificarsi della fattispecie rilevante (con esclusione, quindi, dei prezzi di mercato relativi alle sedute influenzate dalla stessa)³¹⁵. La formulazione della norma, in effetti, rivela il tentativo di neutralizzare gli effetti sul prezzo d’offerta degli eventi eccezionali o delle condotte manipolative, che da questo punto di vista risultano perfettamente parificati³¹⁶. In particolare, la scelta di considerare il criterio alternativo della media ponderata dei prezzi di mercato rilevati nei quindici giorni precedenti e successivi al verificarsi della circostanza anomala discende dalla constatazione che tipicamente simili alterazioni delle negoziazioni di borsa esauriscono i propri effetti in un breve lasso temporale³¹⁷. Ciononostante, essa non appare del tutto razionale: per “depurare” il prezzo più alto pagato dagli effetti dell’evento eccezionale o della condotta manipolativa, infatti, sarebbe stato sufficiente considerare soltanto i prezzi non influenzati dalla circostanza anomala³¹⁸, senza riferirsi, neppure in via

³¹⁵ Gli artt. 47-ter, comma 3, e 47-quater, comma 4, Regolamento Emittenti precisano ulteriormente che, qualora i titoli siano negoziati su più mercati regolamentati, si deve tenere conto dei prezzi rilevati sul mercato «caratterizzato da maggiori volumi di scambio».

³¹⁶ Dai lavori preparatori al Regolamento Emittenti traspare sia la consapevolezza della necessità di ripristinare la “equità” (cfr. cap. II, § 3.2) del prezzo d’offerta («Al fine di comprendere la *ratio* di tale scelta, occorre tener conto della circostanza che la norma primaria prevede come criterio principale per la definizione del prezzo “giusto” quello del prezzo più elevato pagato. Tuttavia, laddove tale prezzo sia stato influenzato dal verificarsi di un evento eccezionale, e non prevedibile non potendo considerare “giusto” il prezzo così formatosi, si è ritenuto di utilizzare un criterio alternativo [...]»), sia la volontà di applicare il *medesimo criterio* per la rideterminazione del prezzo d’offerta ad entrambe le ipotesi: si veda, infatti, CONSOB, (nt. 289), 68.

³¹⁷ In questo senso si veda, espressamente, CONSOB, (nt. 289), 68.

³¹⁸ Così anche CONFINDUSTRIA, *Osservazioni* (in risposta al citato *Documento di consultazione. Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, pubblicato da Consob il 6 ottobre 2010), 15 dicembre 2010, 12, ove la critica è rivolta alla scelta del Regolamento Emittenti di «introdurre alternative che

alternativa, alle medie di mercato del periodo³¹⁹. A ben vedere, questa soluzione (sebbene non priva di criticità applicative³²⁰) sarebbe risultata più coerente con la logica della *highest price paid rule*, consentendo di ripristinarne esattamente il funzionamento³²¹.

Un'altra nota dissonante, nella disciplina degli effetti sul prezzo d'offerta di eventi eccezionali e condotte manipolative che influenzano le quotazioni dei titoli della società bersaglio, attiene alla circostanza che solo le seconde sono contemplate anche

rischiano di complicare il meccanismo di rettifica, irrigidirne il funzionamento e vanificare il senso della deroga disposta dal TUF».

³¹⁹ Si è detto (cfr. cap. II, § 4.2), infatti, che, in sede di determinazione del corrispettivo d'offerta, il ricorso alle medie di mercato è giustificato soltanto qualora non siano stati effettuati acquisti. Inoltre, anche se il periodo con riferimento al quale sarebbero calcolate le medie di mercato appare particolarmente ristretto (quindici giorni prima e dopo l'evento eccezionale o la manipolazione), non è detto che esso sia cronologicamente prossimo al superamento della soglia rilevante, per cui l'applicazione del criterio in esame potrebbe condurre a tenere conto di informazioni già scontate dal mercato e probabilmente non più rilevanti (cfr. cap. II, § 3.3, nt. 172 e testo corrispondente).

³²⁰ Non si ignora, infatti, che anche l'applicazione del primo dei due criteri indicati dagli artt. 47-ter, comma 2, e 47-quater, comma 3, Regolamento Emittenti presenta alcuni profili problematici, poiché richiede che siano opportunamente esclusi, dalla serie storica degli acquisti effettuati dall'offerente, i prezzi influenzati dall'evento eccezionale o dalla condotta manipolativa. Tuttavia, se da un lato si ritiene che tali criticità applicative siano comunque preferibili alle incongruenze, evidenziate nel testo, insite nel criterio del prezzo medio ponderato di mercato nei quindici giorni precedenti e successivi alla circostanza anomala, dall'altro si sottolinea che esse si presentano nei medesimi termini anche qualora, in applicazione di questo secondo criterio, si procede all'esclusione dei prezzi di mercato relativi alle sedute influenzate dalla circostanza anomala (v. artt. 47-ter, comma 2, lett. b) e 47-quater, comma 3, lett. b) Regolamento Emittenti). A quest'ultimo proposito, cfr. FAUCEGLIA, (nt. 190), 1399.

Piuttosto, desta forti perplessità la posizione manifestata da CONSOB, (nt. 289), 69 (ma non esplicitata nel testo della norma), secondo cui ogniqualevolta sussiste il fondato sospetto di manipolazione, ma non si riesce determinare con precisione in quali giorni la condotta rilevante ha prodotto i suoi effetti, «non potrà farsi luogo alla riduzione del prezzo di offerta stante la impossibilità di definire un prezzo sufficientemente attendibile». Sul punto, vale la pena riprendere la replica di CONFINDUSTRIA, (nt. 318), 13: «Eventuali difficoltà applicative legate all'individuazione del periodo temporale in cui collocare le circostanze appena citate potranno essere risolte applicando i poteri di cui l'Autorità dispone, in modo coerente con le esigenze sottese alla rettifica in diminuzione del prezzo d'offerta, evitando così di complicare il quadro regolamentare e di comprimere l'obiettivo dell'efficienza del mercato del controllo».

³²¹ La scelta di prevedere il criterio alternativo di cui al n. 2 dell'art. 47-ter, comma 2 (nonché 47-quater, comma 3) Regolamento Emittenti potrebbe, forse, ricondursi a un tentativo, da parte del regolatore, di mantenere una certa simmetria fra l'ipotesi di aumento e di riduzione del corrispettivo d'offerta in caso di manipolazione dei prezzi di mercato (cfr. *infra*, nel testo e nt. 322), ovvero alla volontà di offrire una tutela (apparentemente) più intensa agli azionisti di minoranza oblati (sul punto si veda il cap. I, § 2.6, in particolare nt. 117), che in questo modo si vedono rivolgere l'offerta a un corrispettivo pari al *maggiore* tra i prezzi determinati in applicazione di ciascun criterio.

tra i presupposti per l'aumento del prezzo dell'OPA obbligatoria. L'art. 106, comma 3, lett. d), n. 4, t.u.f., infatti, considera l'ipotesi, perfettamente speculare rispetto alla fattispecie ora analizzata³²², in cui il prezzo più alto pagato dall'offerente risulti inferiore al valore di scambio dei titoli della *target*³²³, ma si riferisce soltanto al «fondato sospetto di manipolazione», e non anche agli «eventi eccezionali». Nella fattispecie considerata, quindi, la soglia rilevante è stata superata dall'offerente sfruttando un temporaneo ribasso nelle quotazioni di borsa, provocato da (sospettate) irregolarità nelle negoziazioni³²⁴. In tale eventualità, il prezzo più alto pagato non rappresenta che una parte del valore di scambio dei titoli della *target*: se lo stesso fosse assunto come base di calcolo per il corrispettivo d'offerta, potrebbero essere realizzate anche operazioni inefficienti per il mercato del controllo societario³²⁵. Da ciò discende, quindi, l'esigenza di aumentare il corrispettivo determinato sulla base della *highest price paid rule*, per ripristinare il corretto funzionamento di quest'ultima.

Nel delineare gli elementi costitutivi della fattispecie, si nota che né la disposizione legislativa, né la corrispondente disposizione regolamentare (art. 47-*novies* Regolamento Emittenti) attribuiscono rilevanza all'identità dell'autore della manipolazione (al pari dell'ipotesi di modifica verso il basso). Se, da un lato, la

³²² Sul punto, cfr. CONSOB, (nt. 289), 74: «Si tratta di una fattispecie analoga a quella prevista per l'ipotesi di riduzione del prezzo dell'offerta ma il cui effetto è opposto, essendosi determinata, a seguito dell'attività manipolativa, una diminuzione (anziché un aumento) dei prezzi di mercato del titolo». In proposito, nella medesima sede si precisa anche la locuzione "fondato sospetto" assume lo stesso significato di cui all'art. 47-*quater* Regolamento Emittenti.

³²³ V. cap. II, § 4.1, in particolare nt. 186.

³²⁴ Infatti, mentre nell'ipotesi considerata dall'art. 47-*quater* gli acquisti a prezzi "manipolati" potrebbero collocarsi mesi prima del superamento della soglia rilevante (v. nt. 319), nel caso in esame gli stessi, se non sono gli unici acquisti effettuati sul mercato dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto, sono comunque, verosimilmente, gli ultimi in senso cronologico. Nella generalità dei casi, infatti, non appena cessano gli effetti della manipolazione, i prezzi dei titoli riprendono a salire, per cui, se l'offerente effettua acquisti ulteriori, il prezzo d'offerta viene determinato in relazione a questi.

³²⁵ Sul prezzo più alto pagato come indice del valore di scambio dei titoli oggetto dell'offerta si rinvia al cap. II, § 4.1; sul ruolo della *highest price paid rule* nella funzione di filtro contro le acquisizioni inefficienti svolta dall'istituto dell'OPA obbligatoria, al cap. II, § 3.2.

supposizione per cui questi potrebbe molto spesso coincidere con l'offerente stesso o con persona a lui legata³²⁶ sembra fornire una spiegazione plausibile al fatto che gli "eventi eccezionali" (per definizione indipendenti dall'attività di soggetti determinati) non vengano presi in considerazione come presupposto per la modifica verso l'alto del prezzo³²⁷, dall'altro l'assenza di esplicite specificazioni in tal senso consente di ricomprendere nell'ambito di applicazione della previsione anche le ipotesi in cui la condotta manipolativa sia stata posta in essere in via autonoma da soggetti terzi³²⁸.

A proposito della misura della "rettifica in aumento", invece, il secondo comma dell'art. 47-*novies* Regolamento Emittenti impone di tenere conto della media ponderata di mercato registrata dal titolo nel «periodo corrispondente ai quindici giorni antecedenti e ai quindici successivi al verificarsi della condotta manipolativa». Il criterio, analogo a quello previsto in via alternativa dagli artt. 47-*ter* s. Regolamento Emittenti, presenta gran parte delle criticità evidenziate in relazione a quest'ultimo³²⁹, con la differenza che il suo impiego risulta, nel caso di modifica verso l'alto, giustificato dall'impossibilità di procedere escludendo dalla serie storica gli acquisti

³²⁶ Cfr. CONSOB, (nt. 289), 74: «Nel caso di specie, può presumersi che la manipolazione sia riconducibile all'offerente o ai soggetti che hanno agito di concerto con il medesimo». In effetti, nella generalità dei casi è il futuro offerente ad avere interesse a manipolare i prezzi di mercato dei titoli della *target*, in modo da acquisirne il controllo a costi inferiori.

³²⁷ In ogni caso, tale asimmetria non trova riscontro nella direttiva OPA che, come anticipato, (v. § 1 e nt. 291), si limita a elencare una serie eterogenea di circostanze che possono dare luogo alla rettifica del corrispettivo d'offerta, senza distinguere sulla base della direzione stessa. Sul punto, è appena il caso di rilevare che l'asimmetria segnalata non può essere corretta in via ermeneutica. Non sembra possibile, infatti, né ricomprendere gli eventi eccezionali nella nozione di manipolazione, i cui contorni sono precisamente definiti dalla normativa sugli abusi di mercato (v. *supra*), né applicare analogicamente la previsione a una fattispecie non espressamente contemplata, anche alla luce delle particolari cautele che circondano l'esercizio del potere di modificare verso l'alto il corrispettivo d'offerta, di cui si dirà *infra*, § 2.1.

³²⁸ Tra i "soggetti terzi" potenzialmente interessati a manipolare i prezzi di mercato dei titoli della *target*, potrebbero collocarsi anche scalatori concorrenti (o persone che agiscono di concerto con questi ultimi), interessati (al pari del futuro offerente) a contenere i costi associati alla promozione dell'offerta obbligatoria in caso di superamento della soglia rilevante. Per ogni ulteriore considerazione, si rinvia al medesimo ragionamento svolto (alla nt. 305) in relazione all'ipotesi speculare di riduzione del prezzo d'offerta in caso di «fondato sospetto di manipolazione».

³²⁹ V. *supra* nel testo e nt. 319.

effettuati in presenza della manipolazione di mercato. In effetti, se il prezzo più alto pagato è *inferiore* al valore di scambio delle azioni, significa che né l'offerente, né le persone che agiscono di concerto con il medesimo, hanno effettuato acquisti a prezzi superiori. Se si procedesse semplicemente all'esclusione degli acquisti a prezzi "manipolati", allora, si giungerebbe all'individuazione di un corrispettivo ancora inferiore (qualora siano stati effettuati anche altri acquisti nel periodo rilevante), oppure alla radicale inapplicabilità della regola (qualora non siano stati effettuati altri acquisti), con conseguente necessità di ricorrere al criterio suppletivo di cui all'art. 106, comma 2, t.u.f., la cui applicazione presenterebbe criticità ancora maggiori³³⁰. Pertanto, attraverso il riferimento alla media di mercato calcolata in un arco temporale sufficientemente ristretto, con esclusione delle sedute in cui le condotte manipolative hanno manifestato i propri effetti, la previsione mira a ricostruire *ex post* il prezzo a cui i titoli della *target* sarebbero stati scambiati sul mercato alla data degli acquisiti rilevanti, qualora lo stesso non fosse stato influenzato dalle condotte in questione.

Nel quadro così delineato, l'unica differenza sistematicamente significativa tra l'ipotesi di aumento del corrispettivo d'offerta in caso di «fondato sospetto di manipolazione» e quella speculare di diminuzione dello stesso al ricorrere della medesima circostanza (o di «eventi eccezionali») attiene al fatto che solo nella prima la Consob è chiamata a intervenire «purché ciò sia necessario alla tutela degli investitori» (art. 106, comma 3, lett. *d*) t.u.f.). La questione, già richiamata (v. *supra*, § 1), sarà oggetto di trattazione successiva, poiché riguarda anche gli altri presupposti di modifica verso l'alto del prezzo dell'OPA obbligatoria.

1.3 (segue) le «particolari operazioni di compravendita».

³³⁰ Cfr. cap. II, par. 4.2. A questo riguardo si consideri che il criterio indicato dall'art. 47-*novies*, comma 2, Regolamento Emittenti, al contrario del criterio suppletivo di cui all'art. 106, comma 2, t.u.f., consente – in una situazione in cui la soglia è stata superata per effetto degli acquisti a prezzi manipolati (v. nt. 324) – di tenere conto soltanto di informazioni recenti e, in quanto tali, ancora (tendenzialmente) rilevanti.

L'art. 106, comma 3, lett. c), n. 2 t.u.f., considera due ulteriori presupposti per la diminuzione del corrispettivo dell'OPA obbligatoria, relativi ad ipotesi in cui il prezzo più elevato è stato corrisposto in occasione di operazioni di compravendita (i) sui titoli oggetto dell'offerta, a condizioni di mercato e nell'ambito della gestione ordinaria della propria attività caratteristica; ovvero (ii) che avrebbero beneficiato di una delle esenzioni di cui al comma 5 del medesimo art. 106 t.u.f. Entrambe le fattispecie sono ulteriormente circoscritte dall'art. 47-*quinquies* Regolamento Emittenti che, con riferimento alla prima, limita allo 0,5% «della categoria dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta» il quantitativo massimo acquistabile al prezzo più elevato, esclusivamente nel contesto dell'attività di negoziazione per conto proprio³³¹, mentre, con riferimento alla seconda, esclude la rilevanza di esenzioni diverse da quelle che possono essere accordate per il salvataggio di società in crisi o in caso di fusione o scissione³³². Nei due casi, se l'istanza *ex art. 47-bis* è accolta, la Consob, rettificando in diminuzione il prezzo d'offerta, non tiene conto del corrispettivo pagato nelle operazioni di compravendita in questione³³³.

Alla luce dello scarno dettato normativo, non è agevole rintracciare i confini delle fattispecie richiamate – che appaiono, oltretutto, tra loro profondamente diverse – né comprendere le ragioni per cui al ricorrere delle stesse l'autorità di vigilanza possa ridurre il corrispettivo d'offerta.

³³¹ Cfr. art. 47-*quinquies*, comma 1, lett. a) Regolamento Emittenti. Sottolinea la portata «significativamente più ristretta» della disposizione del Regolamento Emittenti, rispetto all'omologa previsione del t.u.f., MOSCA, (nt. 2), 1427.

³³² Più precisamente, l'art. 47-*quinquies*, comma 1, lett. b) Regolamento Emittenti considera le sole operazioni di compravendita «che hanno beneficiato delle esenzioni di cui all'articolo 49, comma 1, lettere b) e g), o che avrebbero potuto beneficiare dell'esenzione di cui all'articolo 49, comma 1, lettera b), numeri 1 e 2». Per un commento sull'opportunità della scelta di limitare a queste fattispecie di esenzione la possibilità di modificare il prezzo d'offerta, si vedano le nt. 350 s.

³³³ Cfr. art. 47-*quinquies*, comma 2, Regolamento Emittenti. La previsione comporta, di fatto, l'esclusione degli acquisti effettuati nelle particolari condizioni indicate dalla serie storica degli acquisti rilevanti per l'applicazione della *highest price paid rule*. In questo modo, il corrispettivo più elevato verrà individuato soltanto in relazione agli acquisti ulteriori realizzati dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto, con esiti sostanzialmente analoghi a quelli derivanti dall'impiego del primo dei due criteri analizzati con riferimento all'ipotesi di riduzione del prezzo d'offerta in caso di eventi eccezionali o fondato sospetto di manipolazione (v. *supra*, § 1.2).

In particolare, l'ipotesi di cui alla lett. a) dell'art. 47-*quinquies* Regolamento Emittenti (operazioni di compravendita effettuate a condizioni di mercato, nell'ambito dell'attività di negoziazione per conto proprio, per un quantitativo complessivamente non superiore allo 0,5% della categoria dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta)³³⁴ – speculare ad analoga previsione dettata in materia di *best price rule*³³⁵ – sembra rispondere alla medesima esigenza di attenuare la rigidità della disciplina sul corrispettivo dell'OPA obbligatoria quando i titoli della *target* sono acquistati dall'offerente (o, più spesso, dalle persone che agiscono di concerto)³³⁶ nel contesto dell'erogazione di particolari servizi di investimento. In altri termini, per effetto delle disposizioni in esame, se gli acquisti a prezzi superiori al corrispettivo più elevato sono effettuati da un intermediario autorizzato alla negoziazione per conto proprio, nell'ambito della consueta attività di "internalizzazione" degli ordini

³³⁴ Si tratta dell'unica ipotesi di modificazione del prezzo determinato in base alla *highest price paid rule* che non trova corrispondenza in nessuna delle fattispecie elencate, a titolo esemplificativo, dall'art. 5, par. 4, direttiva OPA. Ciononostante, per le ragioni che saranno chiarite *infra* nel testo, essa appare coerente con la *ratio* della facoltà concessa ai legislatori nazionali dalla richiamata disposizione comunitaria (v. anche nt. 274).

³³⁵ Cfr. art. 42, comma 4, Regolamento Emittenti (su cui si veda anche la nt. 146): «Alle operazioni di compravendita effettuate a condizioni di mercato nell'ambito dell'attività di negoziazione per conto proprio non si applica: a) il comma 2 [se, nel periodo compreso tra la comunicazione prevista dall'articolo 102, comma 1, del Testo unico e la data ultima di pagamento del corrispettivo, gli offerenti o le persone che agiscono di concerto con essi ... acquistano i prodotti finanziari oggetto di offerta ... a prezzi superiori al corrispettivo dell'offerta, adeguano quest'ultimo a tale prezzo] se esse sono compiute per un quantitativo complessivamente non superiore allo 0,5 per cento della categoria dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta; b) il comma 3 [Le previsioni contenute nel comma 2 si applicano anche agli acquisti, per un quantitativo complessivamente superiore allo 0,1 per cento della categoria dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta, da parte degli offerenti e delle persone che agiscono di concerto con essi che siano stati effettuati nei sei mesi successivi alla data ultima di pagamento] se esse sono compiute per un quantitativo complessivamente non superiore all'1 per cento della categoria dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta».

³³⁶ Così anche nell'operazione considerata dalla delibera Consob 10 agosto 2015, n. 19318 – commentata da PORTOLANO - BUSANI, *Delibera della Consob sugli acquisti da computare nel calcolo del prezzo di un'offerta pubblica d'acquisto (Delibera 10 agosto 2015, n. 19318)*, in *Società*, 2016, 116 – con cui è stata accolta l'istanza *ex artt. 47-bis e 47-quinquies* Regolamento Emittenti presentata da una banca, in relazione agli acquisti effettuati da altra società del gruppo, nell'ambito dell'attività di negoziazione per conto proprio di quest'ultima, per un quantitativo pari allo 0,00148 per cento dei titoli oggetto dell'OPA obbligatoria lanciata da un soggetto terzo, rispetto al quale la banca rivestiva la qualità di persona che agisce di concerto.

della clientela³³⁷, entro precise soglie quantitative³³⁸, è possibile non tenerne conto in sede di determinazione del prezzo dell'OPA, indipendentemente dal fatto che gli stessi siano precedenti, contemporanei o successivi al periodo d'offerta.

Anche in questo caso, a ben vedere, la riduzione del corrispettivo d'offerta, che consegue all'esclusione degli acquisti effettuati nell'ambito dell'attività di negoziazione per conto proprio, appare giustificata dalla scarsa significatività del prezzo pagato in tale ambito per risalire al valore che l'offerente attribuisce ai titoli della *target*, dal momento che l'acquisto a prezzo superiore è stato effettuato nell'interesse della clientela dell'intermediario. In effetti, la *highest price paid rule* individua nel corrispettivo più alto pagato dall'offerente o, in chiave antielusiva, da persona che agisce di concerto³³⁹ – e non da un qualsiasi soggetto nel medesimo arco temporale – l'indice maggiormente attendibile del valore di scambio dei titoli della *target*, prescindendo da ogni riferimento alle quotazioni degli stessi sul mercato nel periodo rilevante³⁴⁰. L'efficienza del mercato del controllo societario, infatti, è assicurata dalla corrispondenza tra il prezzo dell'OPA obbligatoria e il corrispettivo massimo che l'offerente si è reso disponibile a pagare, a livello unitario, per raggiungere la soglia rilevante: la regola non mira a riconoscere agli azionisti di minoranza il prezzo più alto possibile³⁴¹, bensì “soltanto” un prezzo incompatibile

³³⁷ La negoziazione per conto proprio, infatti, è l'attività con cui un intermediario, in esecuzione di un ordine del cliente, vende a quest'ultimo strumenti finanziari di sua proprietà, ovvero li acquista direttamente dallo stesso (in questi casi, comunemente si dice che l'intermediario opera in “contropartita diretta”). La stessa è definita dall'art. 1, comma 5-*bis*, t.u.f.

³³⁸ La previsione di limiti quantitativi all'operatività delle norme in questione appare volta ad evitare che le stesse possano essere sfruttate per aggirare la *highest price paid rule*: cfr. CONSOB, *Esiti della seconda consultazione. Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 5 aprile 2011, 57.

³³⁹ Cfr. cap. II, § 5.3.

³⁴⁰ Sul rapporto fra “prezzo più alto pagato” e valore di scambio dei titoli, si veda il cap. II, § 4.1 e la nt. 186.

³⁴¹ Se l'obiettivo della regola consistesse nel riconoscere agli oblati il corrispettivo più elevato possibile, infatti, verrebbero in rilievo tutti gli acquisti a prezzi superiori registrati sul mercato regolamentato in un certo periodo (e non solo quelli effettuati dall'offerente e dalle persone che agiscono di concerto). Questa soluzione, tuttavia, non consentirebbe ai potenziali offerenti di predeterminare il costo massimo complessivo associato a un'operazione, né di astenersi dalla sua realizzazione qualora esso risultasse insostenibile.

con la realizzazione di operazioni inefficienti³⁴². Pure da questo punto di vista, quindi, la riduzione del corrispettivo d'offerta consente di mitigare l'effetto iper-deterrente della disciplina dell'OPA obbligatoria³⁴³.

Quanto all'ipotesi di cui alla lett. b) del medesimo art. 47-*quinquies* Regolamento Emittenti, essa parrebbe, invece, rispondere a una logica in parte differente. La previsione, come anticipato, consente di non tenere conto, in sede di determinazione del corrispettivo d'offerta, del prezzo pagato dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto in occasione di operazioni di compravendita che hanno o avrebbero potuto beneficiare di alcune delle esenzioni di cui all'articolo 106, comma 5, t.u.f. e 49 Regolamento Emittenti (con specifico riguardo al salvataggio di società in crisi e alle operazioni di fusione o scissione)³⁴⁴. Essa sembra riferirsi, come suggerito dai lavori preparatori³⁴⁵, ai casi in cui l'offerente o le persone che agiscono di concerto, avendo già beneficiato di una delle esenzioni indicate, hanno effettuato acquisti ulteriori, incorrendo così nell'obbligo di OPA da consolidamento³⁴⁶, ovvero a quelli in cui l'operazione avrebbe potuto beneficiare *con certezza* dell'esenzione in

³⁴² Sul collegamento fra "equità" del prezzo ed efficienza dell'operazione, si rinvia al cap. II, § 3.2.

³⁴³ Si veda in proposito il cap. I, § 2.5.3. In particolare, poiché, come chiarito, accade di frequente che il soggetto che effettua acquisti a prezzi superiori nell'ambito dell'attività di negoziazione per conto proprio sia una delle persone che agiscono di concerto, la previsione di cui all'art. 47-*quinquies*, comma 1, lett. a) Regolamento Emittenti consente di prevenire parte degli esiti inefficienti che possono derivare dalla disciplina sul concerto definita dal t.u.f. (in proposito si rinvia agli argomenti esposti nel cap. II, § 5.3).

³⁴⁴ Ove soltanto la prima era già contemplata dal *Report of the high-level Group of company law experts on issues related to Takeover Bid*, 50 («a lower price may be a necessary condition to make it possible for companies in distress to be rescued from bankruptcy») e ripresa dall'art. 5, par. 4, secondo alinea, direttiva OPA (v. *supra*, § 1.1).

³⁴⁵ Cfr. CONSOB, *Secondo documento di consultazione. Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, Allegato 1, *Nuove disposizioni regolamentari in materia di offerte pubbliche di acquisto*, 18 febbraio 2011, 69.

³⁴⁶ Ai sensi degli artt. 106, comma 3, lett. b) t.u.f. e 46 Regolamento Emittenti, infatti, l'obbligo di promuovere un'OPA totalitaria al prezzo più alto pagato consegue anche all'acquisto, nell'arco di dodici mesi, di titoli in misura superiore al 5% del capitale della società *target* (o alla corrispondente maggiorazione dei diritti di voto), da parte di chi sia già titolare di una partecipazione extra soglia, senza tuttavia disporre della maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria (si tratta della c.d. "OPA da consolidamento", su cui si rinvia a MUCCIARELLI, nt. 3, 157).

parola³⁴⁷, se non fossero stati effettuati ulteriori acquisti prima che la stessa venisse accordata³⁴⁸. In entrambi i casi, perché dallo scomputo del prezzo pagato per realizzare le particolari operazioni rientranti nella fattispecie di esenzione discenda una riduzione del corrispettivo d'offerta, gli ulteriori acquisti devono essere stati effettuati a un corrispettivo inferiore³⁴⁹.

In simili evenienze, la modifica verso il basso del prezzo d'offerta appare dettata da ragioni di coerenza complessiva del sistema: sarebbe del tutto irragionevole, infatti, negare la rilevanza di determinati acquisti ai fini del sorgere dell'obbligo di offerta, al contempo affermandola in relazione all'applicazione della *highest price paid rule*, in presenza di acquisti ulteriori³⁵⁰. La previsione, ad ogni modo, oltre a rimuovere un potenziale ostacolo alla realizzazione di operazioni dirette al salvataggio di società in crisi, ovvero di fusione e scissione³⁵¹, mitiga a sua volta l'effetto iper-deterrente della disciplina dell'OPA obbligatoria.

³⁴⁷ L'unica ipotesi in cui tale condizione può risultare soddisfatta è, appunto, quella di crisi conclamata, dal momento che negli altri scenari considerati dall'art. 49, lett. b) e g), Regolamento Emittenti il riconoscimento dell'esenzione è subordinato al voto favorevole della maggioranza degli azionisti di minoranza della società bersaglio (c.d. *whitewash*).

³⁴⁸ Non appare, invece, condivisibile la ricostruzione della portata della norma operata da RONDINELLI, (nt. 175), 137, (accolta anche da MOSCA, nt. 2, 1427), secondo il quale la riduzione del prezzo d'offerta potrebbe essere richiesta nei casi in cui non è stata accordata l'esenzione individuale dalla Consob, ex art. 106, comma 6, t.u.f. A tacer d'altro, tale interpretazione contrasta con la lettera della disposizione legislativa, che richiama soltanto il quinto comma dell'art. 106 t.u.f, nonché di quella regolamentare (art. 47-*quinquies* Regolamento Emittenti), che esplicitamente considera l'ipotesi in cui la particolare operazione di compravendita ha già beneficiato di una delle esenzioni rilevanti.

³⁴⁹ Al contrario, se in occasione degli acquisti ulteriori sono stati pagati prezzi più alti, il corrispettivo d'offerta viene determinato in relazione a questi, sicché non si pone neppure il problema della rilevanza delle particolari operazioni di compravendita ai fini dell'applicazione della *highest price paid rule*.

³⁵⁰ In questo senso anche LABRUNA MAZZIOTTI SEGNI, *Risposta al documento di consultazione "Regolamento Emittenti - Recepimento della Direttiva 2004/25/CE in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 14 dicembre 2010, 10, che infatti criticano la scelta di restringere soltanto a due particolari ipotesi di esenzione l'applicazione della norma che consente di ottenere la riduzione del corrispettivo d'offerta.

³⁵¹ In effetti, il rischio che il prezzo pagato in occasione di tali operazioni venga considerato ai fini dell'applicazione della *highest price paid rule*, qualora ulteriori acquisiti comportino il sorgere dell'obbligo di OPA, disincentiverebbe gli operatori dall'intraprenderle in prima battuta. In questo senso, la previsione di cui all'art. 47-*quinquies* Regolamento Emittenti conferma il *favor* dell'ordinamento nei confronti di simili operazioni. Tuttavia, se questo appare pienamente giustificato in relazione al salvataggio di società in crisi, ove peraltro il riconoscimento di un'esenzione non fa altro che riflettere le normali priorità nelle pretese sull'attivo (cfr. GATTI, nt. 3, 305), meno

1.4 (segue) la pattuizione per l'acquisto di titoli.

Tra le ipotesi di modifica verso l'alto del corrispettivo d'offerta, accanto al «fondato sospetto di manipolazione»³⁵², si collocano due fattispecie «contigue dal punto di vista lessicale»³⁵³ quali la «pattuizione per l'acquisto di titoli» e la «collusione», che rappresentano altrettante declinazioni dell'ipotesi in cui «il prezzo massimo è stato concordato tra l'acquirente ed un venditore» contemplata dalla direttiva OPA³⁵⁴. Per tale ragione, per individuare l'ambito di applicazione di ciascuna fattispecie, occorre anzitutto tracciare esattamente i confini che la separano dall'altra.

Con riguardo alla prima, l'art. 106, comma 3, lett. *d*), n. 1 t.u.f. dispone che il prezzo dell'OPA obbligatoria possa essere modificato verso l'alto qualora «l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo abbiano pattuito l'acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria», mentre l'art. 47-*septies* Regolamento Emittenti si limita ad aggiungere che in tal caso «il prezzo dell'offerta è quello pattuito per l'acquisto dei titoli». Alla luce delle richiamate previsioni, la pattuizione rilevante ai fini dell'aumento del corrispettivo d'offerta sembra consistere in un accordo, ulteriore rispetto al trasferimento azionario che determina il sorgere dell'obbligo di OPA, concluso

comprensibile risulta la disparità di trattamento che legislatore primario e secondario hanno creato a vantaggio di chi acquisisca partecipazioni come effetto indiretto di operazioni di fusione o scissione (cfr. ancora GATTI, nt. 3, 314). In proposito, si sottolinea che, nel primo articolato delle modifiche al Regolamento Emittenti che la Consob ha sottoposto a pubblica consultazione, le uniche fattispecie di esenzione considerate ai fini della riduzione del prezzo d'offerta erano quelle ricomprese nella lett. *b*) dell'art. 49, relative, appunto, al salvataggio di società in crisi (cfr. CONSOB, nt. 289, 71); l'aggiunta del riferimento alla fattispecie di cui alla lett. *g*) si deve, invece, all'accoglimento delle osservazioni che censuravano la scelta dell'autorità di vigilanza di selezionare in maniera tanto restrittiva le ipotesi rilevanti (v. anche nt. 350), alla luce del generico riferimento dell'art. 106, comma 3, lett. *c*), n. 2 t.u.f. alle «operazioni di compravendita che avrebbero beneficiato di una delle esenzioni di cui al comma 5» (cfr. CONSOB, nt. 338, 69).

³⁵² Cfr. artt. 106, comma 3, lett. *d*) t.u.f. e 47-*novies* Regolamento Emittenti; in proposito, si rinvia all'analisi svolta nel § 1.2.

³⁵³ Così F. M. MUCCIARELLI, (nt. 8), 561.

³⁵⁴ Si vedano l'art. 5, par. 4, secondo alinea, direttiva 2004/25/CE e le deduzioni esposte nel § 1.1.

(necessariamente fuori mercato)³⁵⁵ dai medesimi soggetti che risultano tenuti a promuoverla. Ma, poiché questa prima definizione si attaglia anche alla diversa fattispecie della collusione (v. *infra*, § 1.5), per distinguere tra le due ipotesi occorre esaminare la struttura dell'operazione che le stesse realizzano³⁵⁶.

Nel caso della pattuizione, il riferimento ai «titoli» (assente, invece, nelle disposizioni in materia di collusione) induce a ritenere che l'accordo ulteriore abbia ad oggetto gli stessi strumenti finanziari che formano oggetto dell'OPA³⁵⁷; tuttavia, la circostanza che sia necessario un intervento dell'autorità di vigilanza perché il loro acquisto rilevi ai fini dell'applicazione della *highest price paid rule* implica che il relativo prezzo non è stato ancora "pagato" nel momento in cui viene superata la soglia di partecipazione indicata dall'art. 106 t.u.f. Da ciò si ricava che la «pattuizione per l'acquisto di titoli» è un accordo con cui l'acquisto degli strumenti finanziari oggetto di OPA viene differito dall'offerente a un momento successivo alla chiusura della stessa³⁵⁸ (ad esempio attraverso la conclusione di un contratto preliminare, ovvero l'apposizione di un termine iniziale al contratto già definitivo), a fronte del pagamento di un prezzo unitario superiore al corrispettivo riconosciuto agli oblati³⁵⁹.

³⁵⁵ Sotto questo profilo emerge una prima differenza tra le ipotesi in cui la rettifica del corrispettivo d'offerta è resa necessaria dall'influenza sul prezzo dei titoli di eventi eccezionali o condotte manipolative (v. *supra*, § 1.2) e quella in cui essa è motivata dall'esistenza di pattuizioni per l'acquisto di titoli o di collusione.

³⁵⁶ Per una diversa ricostruzione del confine tra le due fattispecie, attinente non al piano *oggettivo* della struttura dell'operazione, ma a quello *soggettivo* del profilo volitivo (su cui si tornerà *infra*, § 1.5.3), cfr. F. M. MUCCIARELLI, (nt. 8), 561 e nt. 431.

³⁵⁷ L'impiego del sostantivo "titoli" induce a ritenere che oggetto delle pattuizioni rilevanti ai fini della rettifica in aumento siano solo gli strumenti finanziari indicati dall'art. 101-bis, comma 2, t.u.f. (sul punto, cfr. cap. II, § 5.1 e nt. 206), con esclusione, quindi, delle obbligazioni convertibili – il cui acquisto esorbita altresì dall'ambito di applicazione della *best price rule* (cfr. nt. 148).

³⁵⁸ Nella generalità dei casi, il pagamento del prezzo superiore sarà differito ad almeno sei mesi dopo la chiusura dell'OPA, poiché altrimenti il corrispettivo riconosciuto per l'adesione alla stessa verrebbe comunque assoggettato all'adeguamento imposto dalla *best price rule* (cfr. art. 42 Regolamento Emittenti e cap. II, § 2.2). In questa prospettiva, a ben vedere, la previsione della modifica verso l'alto del prezzo d'offerta in caso di «pattuizione per l'acquisto di titoli» non solo appare pienamente coerente con la regola in questione, ma, in un certo senso, ne rafforza anche l'effettività.

³⁵⁹ In effetti, se il prezzo concordato per il successivo acquisto di un'ulteriore percentuale dei titoli della *target* fosse uguale o inferiore al prezzo d'offerta, determinato sulla base della *highest price paid rule*, la Consob non avrebbe motivo di intervenire sullo stesso.

In questo scenario, risulta particolarmente evidente che la deviazione, apparente e formale, dalla *highest price paid rule* è strettamente funzionale al ripristino dell'operatività della regola sul piano sostanziale³⁶⁰. In effetti, se l'offerente ha concordato l'acquisto dei titoli della *target* ad un prezzo superiore a quello dichiarato nel documento d'offerta, significa che il valore di scambio degli stessi, nella stessa prospettiva del soggetto tenuto a promuovere l'OPA³⁶¹, è più elevato del corrispettivo riconosciuto per l'adesione alla medesima³⁶². In quest'ottica, il provvedimento che sostituisce al prezzo dichiarato il prezzo pattuito per l'acquisto dei titoli, *ex art. 47-septies* Regolamento Emittenti, consente di restaurare la corrispondenza fra il prezzo d'offerta e il prezzo "equo", incompatibile con la realizzazione di operazioni inefficienti³⁶³.

1.5 (segue) la collusione fra l'offerente e uno o più venditori³⁶⁴.

L'ipotesi più interessante di modifica (verso l'alto) del prezzo d'offerta, come detto in apertura del presente capitolo, è la «collusione fra l'offerente e uno o più venditori», prevista dal n. 2 dell'art. 106, comma 3, lett. *d*) t.u.f., nonché dall'art. 47-*octies* Regolamento Emittenti. Se in principio la sua introduzione non ha destato particolari attenzioni da parte della dottrina³⁶⁵, la centralità della stessa nell'attuale dibattito in

³⁶⁰ Si rinvia alle analoghe conclusioni raggiunte, nel § 1.2, a proposito delle modificazioni del prezzo d'offerta in presenza di eventi eccezionali e condotte manipolative.

³⁶¹ Cfr. cap. II, § 4.1.

³⁶² Si consideri che altri ordinamenti europei arrivano al medesimo risultato attribuendo immediata rilevanza al prezzo più alto "pagato o pattuito" in sede di determinazione del corrispettivo d'offerta: in questo senso si veda, ad esempio, l'art. 9, par. 1, *Réal decreto 1066/2007* per l'ordinamento spagnolo (cfr. nt. 277).

³⁶³ In questo senso si veda il cap. II, § 3.2 e la nt. 186. Si tenga presente, tuttavia, che la lettera dell'art. 106, comma 3, lett. *d*) t.u.f. subordina l'aumento del prezzo d'offerta (in tutte le ipotesi contemplate e, quindi, anche in quella di pattuizione per l'acquisto di titoli) alla condizione che lo stesso sia «necessario per la tutela degli investitori»; sulla questione si tornerà *infra*, §§ 3.1 s.

³⁶⁴ I paragrafi da 1.5 a 1.5.3 riprendono e sviluppano le riflessioni già svolte in CADORIN, (nt. 293), 399.

³⁶⁵ I primi commenti al recepimento della direttiva OPA, infatti, si sono limitati a menzionare la collusione nel novero dei presupposti per l'attivazione del nuovo meccanismo della modifica autoritativa del prezzo d'offerta: cfr., ad es., F. M. MUCCIARELLI, *L'attuazione della Direttiva Opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 479; RONDINELLI, (nt. 175), 137; LENER, (nt. 13), 165; FAUCEGLIA, (nt. 190), 1400.

materia offerte pubbliche di acquisto obbligatorie³⁶⁶ si deve alla rilevanza che la collusione ha assunto nella giurisprudenza (e, prima ancora, nella prassi) recente. Sono balzate agli onori della cronaca, infatti, le vicende legate all'OPA promossa da Lauro Sessantuno su Camfin³⁶⁷ e a quella promossa da Hitachi su Ansaldo STS³⁶⁸,

³⁶⁶ Per avere un'idea della portata del dibattito sulla questione, si consideri il numero di contributi (per lo più note a sentenza) sul tema pubblicati negli ultimi tre anni, i cui riferimenti sono riportati alla nt. 293.

³⁶⁷ All'origine delle questioni si poneva la cessione, da parte di Malacalza Investimenti s.r.l., del 12% circa del capitale di Camfin, al prezzo di euro 0,80 per azione, a una società veicolo (Lauro Sessantuno) indirettamente partecipata dalla Marco Tronchetti Provera & C. s.p.a., già socia di riferimento di Camfin. La cessione aveva determinato il sorgere in capo a Lauro Sessantuno dell'obbligo di promuovere un'OPA totalitaria, ex art. 106 t.u.f. Contestualmente a tale cessione, peraltro, era stato comunicato al mercato l'acquisto, da parte della stessa Malacalza Investimenti, di poco meno del 7% del capitale di Pirelli (società controllata dalla stessa Camfin), a euro 7,80 per azione, da Allianz s.p.a. e Fondiaria Sai s.p.a., che avevano ottenuto preventiva autorizzazione a svincolare le azioni corrispondenti dal sindacato di blocco a cui la stessa Camfin aderiva. La Consob, all'esito di una pervasiva indagine, avviata su istanza di alcuni degli azionisti di minoranza di Camfin, aveva individuato nell'operazione così realizzata i profili della collusione rilevante ex art. 106, comma 3, lett. d), n. 2 t.u.f., provvedendo a rettificare in aumento il prezzo dell'offerta, nella misura di euro 0,83 per azione (cfr. delibera Consob, 25 settembre 2013, n. 18662). Sui ricorsi avviati da tutte le parti coinvolte si era pronunciato il T.A.R., di fatto confermando le conclusioni a cui era giunta l'autorità di vigilanza (cfr. T.A.R. Lazio, 19 marzo 2014, nn. 3009, 3010, 3011, 3012). Il Consiglio di Stato, in sede di impugnazione, aveva disposto un rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia, chiedendo se la disposizione nazionale che consente alla Consob di rettificare il prezzo in caso di collusione, così come interpretata dalla stessa autorità di vigilanza e dal T.A.R., contrastasse con l'art. 5, par. 4, Direttiva OPA e con i principi generali del diritto dell'Unione (cfr. Cons. St., 16 aprile 2016, n. 1380, ord.). La Corte di Lussemburgo aveva avallato la scelta del t.u.f. di riferirsi a un concetto giuridico astratto quale la collusione, senza però pronunciarsi, di fatto, sulla conformità al diritto UE della nozione accolta dalla Consob e dal T.A.R. del Lazio (cfr. Corte Giust. UE, 20 luglio 2017, C-206/16). Da ultimo il Consiglio di Stato, con una decisa ridefinizione della fattispecie, ha negato la sussistenza della collusione nell'ambito dell'operazione su Camfin, sulla base della mancata prova dell'elemento soggettivo in capo ad Allianz e FonSai (cfr. Cons. St., 13 novembre 2018, n. 6330).

³⁶⁸ Attraverso l'operazione in questione, il venditore Finmeccanica s.p.a., oltre a dismettere la partecipazione di controllo in Ansaldo STS s.p.a., al prezzo 9,50 euro per azione, aveva ceduto all'acquirente Hitachi Rail Italy Investments S.r.l. (società indirettamente controllata da Hitachi Ltd) il ramo d'azienda Ansaldo-Breda al prezzo di 32 milioni di euro. Alcuni soci di minoranza di Ansaldo STS, ravvisando una sopravvalutazione di Ansaldo Breda (il cui *enterprise value* sarebbe stato, in tesi, negativo) e una corrispondente sottovalutazione delle azioni Ansaldo STS, avevano sollecitato l'intervento della Consob, ex art. 106, comma 3, lett. d), n. 2 t.u.f., sul prezzo dell'OPA nel frattempo promossa da Hitachi; l'autorità di vigilanza, accertando la collusione, aveva provveduto a rideterminare il prezzo d'offerta, sia pure in misura nettamente inferiore al valore indicato nell'istanza (cfr. delibera Consob, 3 febbraio 2016, n. 19507). Il T.A.R., adito per l'impugnazione della delibera in questione, si era limitato ad attendere il responso della Corte di Giustizia nell'ambito della vicenda Lauro Sessantuno-Camfin, disponendo a propria volta un rinvio pregiudiziale (cfr. TAR Lazio, 19 luglio 2016 - 16 novembre 2016, nn. 11442, 11444 e 11445, nonché Corte Giust. UE, 24 ottobre 2017, C-655/16 e C-656/16, ord.). Sebbene gli acquisti effettuati da Hitachi dopo la chiusura del periodo

nell'ambito delle quali, a seguito dell'intervento della Consob³⁶⁹, giudici ordinari, amministrativi e comunitari si sono confrontati con gli incerti profili applicativi della c.d. "OPA collusiva". La rapida successione di pronunce giurisprudenziali ha stimolato le prime riflessioni da parte degli studiosi, che hanno contribuito all'emersione dei (numerosi) nodi irrisolti della disciplina, non solo in materia di collusione ma anche, più in generale, di modifica autoritativa del prezzo d'offerta.

Così come nella maggior parte delle ipotesi analizzate, alla radice delle incertezze interpretative si pone un disposto normativo particolarmente scarno, oltre alla scelta del legislatore di non definire la fattispecie³⁷⁰. In effetti, l'art. 47-*octies* Regolamento Emittenti, per specificare la previsione di cui all'art. 106, comma 3, lett. d), n. 2 t.u.f., si limita a chiarire che il presupposto per l'intervento della Consob sussiste «qualora dalla collusione accertata tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori emerga il riconoscimento di un corrispettivo più elevato di quello dichiarato dall'offerente».

d'offerta (a un corrispettivo superiore a quello rettificato dalla Consob, in seguito esteso a tutti coloro che avevano aderito all'OPA, *ex art. 42, comma 3, Regolamento Emittenti*) avessero ridimensionato la portata della questione relativa alla corretta determinazione del prezzo d'offerta, alcuni fondi di investimento azionisti di Ansaldo STS avevano aperto un contenzioso in sede civile, per ottenere l'annullamento delle delibere adottate con il voto determinante di Hitachi (tra cui la nomina del nuovo C.d.A.), sul presupposto che lo stesso avesse violato la disciplina in materia di OPA obbligatoria. Il Tribunale di Genova, con due successive pronunce cautelari (Trib. Genova, 11 maggio 2016, ord. e 8 novembre 2016, ord.) e una nel merito (Trib. Genova, 28 luglio 2017), ha negato l'applicabilità dell'art. 110 t.u.f. in caso di collusione, accogliendo una nozione della stessa sostanzialmente in linea con la ricostruzione operata dal T.A.R. nell'ambito dell'OPA su Camfin (v. nt. 367). Al momento, si attende la pronuncia della Corte di Appello sul gravame proposto dalle azioniste soccombenti. Nell'ambito del procedimento amministrativo, invece, il T.A.R. Lazio ha da ultimo respinto il ricorso proposto dal venditore Finmeccanica per l'annullamento della delibera con cui la Consob aveva accertato il carattere collusivo dell'operazione (T.A.R. Lazio, 26 gennaio 2019, n. 1032), ritenendo lo stesso sussistente anche alla luce della ridefinizione della fattispecie operata dal Consiglio di Stato nella vicenda Camfin (v. nt. precedente).

³⁶⁹ Si segnala altresì la delibera Consob 25 luglio 2012, n. 18290, relativa all'OPA promossa da Transalpina di Energia S.r.l su Edison S.p.A., con cui l'autorità di vigilanza, provvedendo sull'istanza *ex art. 47-sexies e 47-octies* Regolamento Emittenti presentata da un socio di minoranza, ha escluso in quel caso la sussistenza della collusione fra l'offerente e il venditore della partecipazione di controllo, non ritenendo sussistente l'elemento del "travaso di valori" (v. *infra*, § 5).

³⁷⁰ In questo senso la collusione si differenzia, ad esempio, dal concerto che, pur avendo natura di clausola generale (cfr., ad es., GUIZZI - TUCCI, nt. 228, 264; F. M. MUCCIARELLI, nt. 31, 1099; MOSCA, nt. 230, 119), è puntualmente definito dal legislatore all'art. 101-*bis* t.u.f. (v. nt. 227).

Il termine “collusione” (il cui impiego in questo contesto, come chiarito, si deve al *Winter Report*)³⁷¹, tuttavia, non è estraneo al lessico del legislatore italiano, sia pure in settori differenti dell’ordinamento rispetto a quello del diritto dei mercati finanziari: basti pensare, per citare gli esempi più noti, al reato di turbata libertà degli incanti perpetrato tramite «collusioni o altri mezzi fraudolenti» (art. 353, comma 1, c.p.), o all’opposizione revocatoria esperibile dagli aventi causa e dai creditori di una delle parti processuali «quando [la sentenza] è l’effetto di dolo o collusione a loro danno» (art. 404, comma 2, c.p.c.)³⁷². In questi casi, la collusione si associa, sul piano semantico, ai concetti di clandestinità, fraudolenza ed elusione³⁷³.

Alla luce di questi primi dati sull’utilizzo del termine “collusione” nei diversi settori dell’ordinamento, l’interprete è chiamato a prendere posizione rispetto a un’alternativa di fondo: muovere dai suggerimenti ermeneutici suddetti³⁷⁴ per definire l’ambito di applicazione dell’art. 106 comma 3, lett. d), n. 2, ovvero procedere

³⁷¹ V. nt. 284. Nella direttiva OPA, invece, l’espressione “collusione” non compare. La fattispecie in esame, infatti, al pari della «pattuizione per l’acquisto di titoli» di cui al n. 1 dell’art. 106, comma 3, lett. d), t.u.f., risulta assorbita nella previsione comunitaria per cui «il prezzo massimo è stato concordato tra l’acquirente ed un venditore» (art. 5, par. 4, direttiva 24/2005/CE : in proposito, cfr. *supra*, §§ 1.1 e 1.4).

³⁷² Tra le altre disposizioni che rimandano alla nozione di collusione, Cons. St., 16 aprile 2016, n. 1380 richiama l’aggravante della collusione con la parte avversaria nel reato di patrocinio o consulenza infedele (art. 380, comma 2, n. 1, c.p.), la fattispecie di nullità del processo esecutivo, inficiante la vendita o l’assegnazione forzata e opponibile all’acquirente o assegnatario in caso di «collusione con il creditore procedente» (art. 2929 c.c.) e l’impugnazione per revocazione proponibile dal pubblico ministero «quando la sentenza è l’effetto della collusione posta in opera dalle parti per frodare la legge» (art. 397, n. 2, c.p.c.). Si osservi, invece, che nel diritto antitrust – spesso invocato come ambito di riferimento per l’individuazione della nozione di collusione rilevante *ex art. 106 t.u.f.*: cfr., ad es., TAR Lazio, 19 marzo 2014, nn. 3009, 3011, 3012; DEL GATTO, nt. 128, 307; ABU AWWAD, nt. 293, 176 – il termine “collusione” non è direttamente impiegato dalla normativa nazionale di settore, che si occupa delle «*intese* restrittive della libertà di concorrenza» (cfr. l. 10 ottobre 1990, n. 287, art. 2).

³⁷³ In questo senso anche l’ordinanza Cons. St., 16 aprile 2016, n. 1380 (v. nt. 367), che si esprime in questi termini: «nel nostro ordinamento esistono bensì un serie di previsioni settoriali di condotte giuridicamente rilevanti qualificate come “collusione” [...] nelle quali la nozione di “collusione” assume il significato elastico, ma dai contorni semantici sufficientemente determinati, di accordo clandestino e fraudolento in danno di terzi o in elusione di disposizioni imperative di legge».

³⁷⁴ A favore dell’interpretazione della «collusione fra l’offerente e uno o più venditori» nel senso suggerito dalle disposizioni richiamate (in particolare dall’art. 353 c.p.), nonché dal «comune lessico giudiziario» A. MORELLO, (nt. 293), 664 (nel testo e alla nt. 25). In giurisprudenza, si veda Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330, che fonda la propria ricostruzione sul principio della certezza del diritto (a quest’ultimo proposito, si rinvia alla nt. 382). In senso adesivo si veda anche PALLADINO, (nt. 293), 191.

all'individuazione di una nozione autonoma di collusione, rilevante ai soli fini della disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio³⁷⁵.

In linea teorica, entrambe le vie risultano percorribili: in particolare, con riferimento alla seconda, la Corte di Giustizia dell'Unione Europea ha riconosciuto l'astratta compatibilità con i parametri fissati dall'art. 5, par. 4, della direttiva OPA³⁷⁶ di una disposizione nazionale che, nell'indicare il presupposto per la rideterminazione (quanto meno in aumento³⁷⁷) del prezzo d'offerta da parte dell'autorità di vigilanza, si serva di una clausola generale, anche qualora la stessa assuma, nel contesto specifico, un significato diverso da quello assunto in altri settori dell'ordinamento giuridico³⁷⁸. Pertanto, la scelta di enucleare una definizione di collusione che prescindendo dalle implicazioni semantiche che derivano dall'utilizzo del medesimo termine in ambito civile e penale non contrasta, di per sé, con le prescrizioni della direttiva OPA.

È stato sostenuto³⁷⁹, tuttavia, che una simile soluzione sollevi problemi di certezza del diritto³⁸⁰, per cui alla stessa andrebbe preferita un'interpretazione fondata sugli "indici normativi di sistema", desumibili dalle varie previsioni settoriali che si richiamano alla medesima nozione. L'argomento, tuttavia, non persuade: se la semplice circostanza che uno stesso termine assuma significati differenti, a seconda

³⁷⁵ Propende per questa alternativa, ad es., ABU AWWAD, (nt. 293), 171, invitando a non sopravvalutare la «capacità di coordinamento» del legislatore.

³⁷⁶ Come chiarito nel § 1, tali parametri attengono, da un lato, all'osservanza dei principi generali della direttiva (v. nt. 275) e, dall'altro, al rispetto della condizione che l'intervento dell'autorità di vigilanza sul prezzo dell'offerta sia previsto «in circostanze e secondo criteri chiaramente determinati».

³⁷⁷ La sentenza, in effetti, sembra implicitamente fondare le proprie conclusioni sulla considerazione che un'interpretazione estensiva della nozione di collusione si risolverebbe in una più intensa tutela degli azionisti di minoranza (sul punto, però, cfr. cap. I, § 2.6).

³⁷⁸ Corte Giust. UE, 20 luglio 2017, C-206/16, par. 45.

³⁷⁹ Così Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330.

³⁸⁰ La questione non è ignorata dalla Corte, la quale non ha mancato di precisare che, proprio «al fine di soddisfare l'esigenza di certezza del diritto», la nozione di collusione valida nel contesto dell'OPA debba essere desumibile dalla normativa nazionale «in modo sufficientemente chiaro, preciso e prevedibile, mediante metodi interpretativi riconosciuti dal diritto interno» (Corte Giust. UE, 20 luglio 2017, C-206/16, par. 46), rimettendo al giudice *a quo* il compito di verificare se quest'ultima condizione risulti soddisfatta con riferimento all'art. 106 t.u.f.

del contesto normativo in cui si ritrova, confliggesse con il principio di certezza del diritto, analoghi problemi dovrebbero sorgere rispetto a ogni espressione legislativa dal significato non univoco³⁸¹; ma questo, naturalmente, non accade³⁸².

Allora, poiché i potenziali ostacoli all'individuazione di una nozione autonoma di collusione possono ritenersi superati, sembra essere questa la via da seguire, come implicitamente suggerito dalla stessa Corte di Giustizia³⁸³: solo in questo modo, infatti, è possibile ricostruire i confini della fattispecie in termini coerenti con le finalità proprie della disciplina dell'OPA obbligatoria³⁸⁴, nel rispetto dei principi di funzionamento della *highest price paid rule*³⁸⁵.

1.5.1 Gli elementi costitutivi della fattispecie collusiva: la pluralità di accordi e il collegamento negoziale.

³⁸¹ Per un'ipotesi paradigmatica, si pensi alla pluralità di accezioni in cui il termine "dolo" viene comunemente utilizzato dal legislatore, con vistose variazioni di significato anche all'interno dello stesso codice civile: il dolo di cui all'art. 1439 c.c. (ossia il vizio della volontà che può comportare l'annullabilità del contratto), ad esempio, è altro rispetto al dolo di cui all'art. 1225 o 1229 c.c. (elemento soggettivo dell'inadempimento del debitore, che rende risarcibile anche il danno imprevedibile e invalidi i patti di esclusione o limitazione di responsabilità).

³⁸² Risulta, forse, opportuno un chiarimento: in questa sede non si intende negare il ruolo di "bussola ermeneutica" del principio di certezza del diritto (cfr. la citata sentenza Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330), specialmente in un ambito in cui la prevedibilità dei costi complessivi dell'operazione da parte del potenziale offerente risulta essenziale al perseguimento degli obiettivi di efficienza del mercato del controllo (v. *supra*, cap. II, § 3.1); più semplicemente, non si condivide la tesi che ritiene l'interpretazione del termine "collusione" alla luce del significato che esso tende ad assumere in altri settori dell'ordinamento maggiormente aderente a tale principio, rispetto a un'interpretazione fondata sulle finalità proprie della norma in cui il termine è inserito, nell'ambito della disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio (interpretazione c.d. *teleologica*). Del resto, il criterio teleologico ha piena cittadinanza tra i «metodi interpretativi riconosciuti dal diritto interno» di cui alla citata sentenza della Corte di Giustizia (v. nt. 380). Nel contesto di una vastissima letteratura in argomento, si rinvia a TARELLO, *L'interpretazione della legge*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo e continuato da Mengoni, Giuffrè, 1980, 370.

³⁸³ Cfr. Corte Giust. UE, 20 luglio 2017, C-206/16, par. 45, ove la Corte, nell'ammettere che il sostantivo "collusione" possa assumere, nel caso dell'art. 106 t.u.f., «un significato diverso da quello riconosciute in altri settori dell'ordinamento nazionale», valorizza l'obiettivo di tutela degli azionisti di minoranza, a cui associa la previsione di una modifica in aumento del prezzo (v. nt. 377).

³⁸⁴ Cfr. cap. I, soprattutto §§ 2.5 s.

³⁸⁵ Cfr. cap. II, §§ 3.2 e 4.1.

Malgrado la laconicità delle (uniche) disposizioni che fanno esplicito riferimento alla collusione, un prezioso indizio per la loro interpretazione si ricava dai lavori preparatori alla revisione del Regolamento Emittenti, avviata a seguito del recepimento della direttiva OPA, ove è riportata un'esemplificazione di condotta collusiva, in riferimento alle situazioni in cui parte del corrispettivo per l'acquisizione della partecipazione di controllo è stato occultato con accordi collaterali al contratto di compravendita delle azioni³⁸⁶.

Ne emergono due indicazioni: da un lato, la collusione è normalmente realizzata attraverso una pluralità di contratti, dei quali uno è il mezzo attraverso cui il pacchetto di controllo è trasferito e gli altri sono utilizzati per imputare a un diverso affare parte del corrispettivo di tale trasferimento³⁸⁷ (di modo tale che questa parte non rientri nel calcolo del prezzo dell'offerta che sarà promossa in seguito)³⁸⁸; dall'altro, si può avere collusione solo nelle situazioni in cui l'offerente abbia superato la soglia rilevante a seguito di contrattazioni private con il precedente socio o gruppo di controllo (la norma, in effetti, si esprime in termini di «collusione

³⁸⁶ CONSOB, (nt. 289), 74: «Si fa riferimento, ad esempio, alle situazioni in cui parte del corrispettivo per l'acquisizione della partecipazione di controllo è stato «nascosto» con contratti collaterali al contratto di compravendita delle azioni (ad es. con la compravendita di un immobile a prezzi superiori a quelli di mercato per celare parte del corrispettivo relativo alla partecipazione di controllo)».

³⁸⁷ Le pattuizioni collaterali possono altresì essere contenute nello stesso documento contrattuale (v. anche nota successiva) e possono avere ad oggetto qualsiasi prestazione (come, nell'esempio proposto dalla Consob, il trasferimento della proprietà di un bene immobile, ossia un affare del tutto estraneo alle operazioni su titoli quotati); anche se nella generalità dei casi si tratterà comunque di contratti di compravendita, è possibile immaginare operazioni collusive realizzate attraverso contratti collaterali di diverso tipo (affitto, locazione, appalto...), ovvero attraverso patti parasociali (in proposito, cfr. *infra*, § 1.5.4).

³⁸⁸ A dispetto dell'esempio riportato nei lavori preparatori alla revisione del Regolamento Emittenti (v. nt. 386), invece, non sembra che la "clandestinità" del contratto collaterale integri un requisito della fattispecie collusiva (in questo senso anche l'atto di accertamento allegato alla delibera Consob, 25 settembre 2013, n. 18662, 41). In effetti, in entrambe le operazioni in cui la Consob ha ravvisato gli estremi della collusione (cfr. nt. 367 s.), la conclusione del secondo accordo, al pari del trasferimento della partecipazione di controllo nella società *target*, era stata comunicata al pubblico e menzionata nel documento d'offerta.

accertata fra *uno o più* venditori»³⁸⁹, perché in caso di acquisiti effettuati esclusivamente in forma anonima sul mercato regolamentato non vi sarebbe spazio né per una trattativa individuale sul prezzo, né per una negoziazione parallela.

La compresenza di una pluralità di contratti, negoziati fuori mercato non è, tuttavia, sufficiente per la sussistenza della collusione: ritenere tale elemento, da solo, indicativo del carattere collusivo dell'offerta, infatti, equivarrebbe a sostenere che tra il venditore e l'acquirente di una percentuale significativa del capitale di una società quotata non possa preesistere né sopraggiungere alcun ulteriore rapporto contrattuale, pena l'intervento della Consob sul prezzo dell'OPA che la compravendita azionaria ha reso obbligatoria. Un simile esito, tuttavia, sarebbe del tutto irragionevole, poiché limiterebbe oltremodo l'autonomia negoziale degli operatori coinvolti³⁹⁰. Pertanto, occorre interrogarsi sulle specifiche caratteristiche (in ordine, ad esempio, al luogo e al tempo della contrattazione, al loro rapporto con il negozio principale o al loro oggetto) che i negozi collaterali devono presentare perché l'intera operazione possa essere qualificata come collusiva.

Per quanto attiene al luogo e al tempo della contrattazione, in effetti, la prassi della Consob relativa all'art. 106, comma 3, lett. *d*), n. 2, t.u.f. generalmente valorizza l'aspetto della contestualità delle trattative relative al contratto principale e agli accordi collaterali³⁹¹. Di fatto, la mera circostanza che un secondo contratto sia stato

³⁸⁹ Questo aspetto, oltre ad accomunare la «collusione tra l'offerente e uno o più venditori» alla «pattuizione per l'acquisto di titoli», segna la differenza di entrambe dalle ipotesi esaminate nel § 1.2 (v. nt. 355).

³⁹⁰ Cfr. cap. I, § 2.1. Si tenga presente, inoltre, che tale limitazione opererebbe nei confronti non solo delle parti del contratto, con la possibilità che la parte alienante sia soggettivamente complessa, ma anche delle «persone che agiscono di concerto» con l'offerente. Peraltro, come chiarito (cfr. nt. 228), la nozione di «persone che agiscono di concerto» ricomprende una vasta platea di soggetti, poiché la semplice sussistenza di specifici «legami» con l'offerente, di natura contrattuale, societaria o organica, comporta *ex lege* l'assunzione di tale qualifica, pur in assenza di un'azione concertata (v. art. 101-*bis*, comma 4-*bis*).

³⁹¹ Così soprattutto nell'accertamento relativo all'OPA di Lauro Sessantuno su Camfin (allegato alla delibera Consob, 25 settembre 2013, n. 18662), ove fra gli argomenti di prova sono posti particolare risalto la coincidenza temporale degli incontri, il perfetto intrecciarsi degli scambi di e-mail, il contemporaneo raggiungimento di accordi parziali e le concomitanti battute d'arresto di ciascuna trattativa considerata parte dell'operazione collusiva. Anche la giurisprudenza amministrativa ha

contemporaneamente negoziato dalle parti coinvolte nella cessione di un pacchetto azionario rilevante ai fini dell'obbligo di offerta è riguardata come sintomatica di una collusione in essere³⁹². È bene chiarire, tuttavia, che la contestualità delle negoziazioni non ha che un valore indiziario del possibile carattere collusivo dell'operazione complessiva: essa non assume autonoma rilevanza ai fini dell'integrazione della fattispecie³⁹³, ma piuttosto rappresenta una delle possibili *manifestazioni*, sul piano probatorio, dell'unitarietà dell'operazione economica realizzata mediante contrattazioni parallele³⁹⁴. Perché ricorra la fattispecie di collusione rilevante ai fini della disciplina dell'OPA obbligatoria, infatti, si richiede che i due (o più) contratti conclusi (spesso, ma non necessariamente, contestualmente) siano volti a realizzare un programma economico comune. In questo senso si esprimono sia la Consob, che,

attribuito rilevanza a questi stessi elementi per confermare le conclusioni della Consob in ordine alla sussistenza di condotte collusive: cfr. T.A.R. Lazio, 19 marzo 2014, nn. 3009, 3011, 3012.

³⁹² Per un emblematico riscontro dell'atteggiamento dell'autorità di vigilanza in questo senso, si veda l'atto di accertamento (relativo all'OPA di Hitachi su Ansaldo STS, nt 4) allegato alla delibera Consob, 3 febbraio 2016, n. 19507, 8: «Certo è che ogni qual volta, *a latere* di un'operazione di compravendita che abbia ad oggetto una partecipazione di controllo in una società quotata, il medesimo azionista venditore, od un soggetto ad esso collegato, ponga contestualmente in essere un'altra operazione di compravendita avente ad oggetto un diverso bene, si potrebbe verificare il caso in cui parte del premio di controllo pagato per l'acquisto della partecipazione nella quotata, che spetterebbe agli azionisti di minoranza nell'ambito della successiva Opa, sia attribuito dal Venditore all'altro *asset* contestualmente ceduto».

³⁹³ Tanto è vero che la stessa Consob, nella vicenda Hitachi-Ansaldo, ha ritenuto la collusione sussistente, sebbene le trattative relative a ciascun *asset* (la partecipazione di controllo in Ansaldo STS e il ramo di azienda Breda) si fossero svolte in sequenza, invece che in contemporanea (per quanto entrambi gli accordi siano stati formalizzati ed eseguiti nelle stesse date); nelle motivazioni addotte si sottolinea come l'invito a proporre riguardasse fin dal principio entrambi i cespiti e come nessun offerta limitata all'uno o all'altro fosse stata presa in considerazione dal venditore, che concepiva, pertanto, l'operazione di dismissione come unitaria; viene ipotizzato, inoltre, che la separazione, non solo formale ma anche temporale, delle negoziazioni potesse rispondere proprio all'intento di mascherare le potenzialità elusive della normativa OPA dell'intera operazione (cfr. atto di accertamento allegato alla delibera Consob, 3 febbraio 2016, n. 19507, 8).

³⁹⁴ Altre possibili manifestazioni dell'unitarietà dell'operazione potrebbero, ad esempio, risiedere nell'inserimento di una condizione sospensiva o risolutiva, che subordini l'efficacia del contratto principale alla conclusione dell'accordo collaterale o viceversa (così nella vicenda Hitachi-Ansaldo: cfr. atto di accertamento allegato alla delibera Consob, 3 febbraio 2016, n. 19507, 8), oppure nella previsione di meccanismi di determinazione del prezzo degli *asset* oggetto del secondo contratto sulla base di criteri ancorati alla valorizzazione della partecipazione di controllo. Si badi che nella (sia pure limitata) casistica ricorre il caso in cui l'inscindibilità fra contratto principale e affare collaterale risultava espressamente da entrambi i *Sale and Purchase Agreements*: cfr. atto di accertamento allegato alla delibera Consob, 3 febbraio 2016, n. 19507, 8 (nell'ambito della vicenda Hitachi-Ansaldo).

in applicazione degli art. 106 t.u.f. e 47-*octies* Regolamento Emittenti, qualifica l'acquisto e la simultanea cessione di cespiti come «operazioni connesse e parte di un più ampio disegno unitario»³⁹⁵, sottolineando ora la «connessione indissolubile tra le due operazioni»³⁹⁶, ora il «reciproco condizionamento fra le due cessioni»³⁹⁷, sia la giurisprudenza amministrativa, che, muovendo dalla «assoluta inscindibilità»³⁹⁸ fra vendita della partecipazione di controllo e accordo collaterale, arriva a riconoscerne la riconducibilità a una «medesima operazione»³⁹⁹, confermando le conclusioni dell'autorità di vigilanza.

In altre parole, nella collusione il contratto principale e gli accordi collaterali sono parte di un disegno concepito come unitario; l'uno non sarebbe stato stipulato senza l'altro, sicché l'interesse immediato perseguito da ciascun accordo è, in realtà, strumentale rispetto all'interesse pratico che tutti insieme concorrono a realizzare. In una prospettiva di teoria generale del contratto, si direbbe che sussiste un *nesso funzionale*⁴⁰⁰ fra i diversi negozi nei quali l'operazione collusiva si struttura, ossia (non

³⁹⁵ Atto di accertamento allegato alla delibera Consob, 25 settembre 2013, n. 18662, 22.

³⁹⁶ Atto di accertamento allegato alla delibera Consob, 25 settembre 2013, n. 18662, *ibidem*.

³⁹⁷ Atto di accertamento allegato alla delibera Consob, 3 febbraio 2016, n. 19507, 7.

³⁹⁸ T.A.R. Lazio, 19 marzo 2014, n. 3009.

³⁹⁹ T.A.R. Lazio, 19 marzo 2014, n. 3010.

⁴⁰⁰ Tale nesso funzionale è alla base della categoria civilistica del collegamento negoziale, sia pure con alcune variabili nella relativa elaborazione teorica: secondo una giurisprudenza ormai consolidata (cfr., *ex multis*, Cass., 9 aprile 1983, n. 2520; 16 maggio 2003, n. 7640; 8 luglio 2004, n. 12657; 8 ottobre 2008, n. 24792; 29 settembre 2014, n. 20477) e una parte della dottrina (SACCO - DE NOVA, *Il contratto*, 2016, Utet, 79), infatti, il collegamento negoziale deve essere supportato dalla volontà comune delle parti, non risultando la connessione sul piano funzionale sufficiente a creare un vincolo di interdipendenza fra due o più contratti distinti; secondo altri Autori, invece, i due concetti sono sostanzialmente sovrapponibili, dal momento che il collegamento negoziale, attenendo al piano della qualificazione (GALGANO, *Trattato di diritto civile*, vol. 2, Cedam, 2015, 257) o dell'interpretazione (BIANCA, *Diritto civile*, III, Giuffrè, 2000, 482) del contratto, sussiste indipendentemente dalla volontà dei contraenti. La distanza fra le due posizioni, tuttavia, viene ridimensionata dalla considerazione che, anche secondo la tesi che distingue fra elemento soggettivo ed elemento oggettivo del collegamento negoziale, qualora la volontà delle parti non risulti esplicitamente dai contratti, essa può essere presunta dall'inscindibilità dell'assetto economico realizzato (per cui l'effettivo contrasto fra le due ipotesi ricostruttive si riduce, di fatto, all'ipotesi in cui le parti abbiano negato espressamente la sussistenza di un rapporto di interdipendenza fra due contratti, ma il giudice ravvisi un nesso funzionale fra gli stessi). Ai nostri fini, il riferimento alla nozione di collegamento negoziale assolve esclusivamente alla funzione di richiamare una categoria ben nota all'interprete e non implica una presa di posizione a favore dell'una o dell'altra concezione; pertanto, ogni riflessione in ordine

un mero collegamento di fatto⁴⁰¹, bensì) un rapporto di dipendenza reciproca, che incide sulla loro causa concreta⁴⁰².

1.5.2 (segue) il travaso di valori.

L'operazione collusiva, quindi, si compone di una pluralità coordinata di contratti (collegati, nell'accezione appena chiarita), che concorrono a realizzare un fine pratico ulteriore rispetto agli effetti tipici di ciascuno di essi. Per comprendere in che cosa tale fine pratico ulteriore consista, può essere utile richiamare nuovamente il testo dell'art. 47-*octies* Regolamento Emittenti, il quale dispone che il rimedio della modifica autoritativa del prezzo d'offerta di cui all'art. 106, comma 3, lett. *d*), n. 2, t.u.f. si applica qualora dalla collusione «emerge il riconoscimento di un corrispettivo più elevato di quello dichiarato dall'offerente». La previsione permette, infatti, di cogliere l'elemento assolutamente centrale della fattispecie collusiva⁴⁰³, ossia l'effetto di attribuire al venditore un corrispettivo più elevato di quello risultante dal contratto principale, che funge da parametro di riferimento per l'applicazione della

all'elemento soggettivo della collusione sarà svolta prescindendo da entrambe. A ogni modo, si segnala che dapprima il T.A.R. Lazio (cfr. sentenza 19 marzo 2014, n. 3011) e, in seguito, la Consob (cfr. atto di accertamento allegato alla delibera 3 febbraio 2016, n. 19507) hanno fatto esplicito riferimento alla teoria del "collegamento negoziale" in sede di verifica della sussistenza dei presupposti della collusione.

⁴⁰¹ Per la distinzione tra collegamento occasionale o materiale, da un lato, e connessione funzionale, dall'altro, si vedano SACCO - DE NOVA, (nt. 400), 79, SCHIZZEROTTO, *Il collegamento negoziale*, Jovene, 1983, 98, nonché Cass., 2 luglio 1981, n. 4291, in *Foro it.*, 1982, I, 467.

⁴⁰² Tale collegamento non esclude, tuttavia, che ogni accordo conservi una propria individualità giuridica e sia dotato di una propria causa; in proposito cfr. SACCO - DE NOVA, (nt. 400), 79; GALGANO, (nt. 400), 252; BIANCA, (nt. 400), 484.

⁴⁰³ La centralità di questo aspetto emerge chiaramente dal ruolo che esso svolge nelle argomentazioni della Consob, in parte confermate (T.A.R. Lazio, 19 marzo 2014, nn. 3009, 3011, 3012) o riprese (Trib. Genova, 8 novembre 2016, ord. e 20 luglio 2017) dalla giurisprudenza, tese ad accertare la sussistenza di condotte collusive: in sostanza, secondo l'autorità di vigilanza esso costituisce l'unico elemento veramente caratterizzante la fattispecie, dal momento che accomuna tutte le condotte collusive astrattamente configurabili (in questo senso si vedano i §§ 1.5.5 s.). A conferma di tale approccio, si veda l'atto di accertamento allegato alla delibera Consob 25 settembre 2013, n. 18662, 40: «la scelta del Legislatore di usare la nozione di collusione va nel senso di dare rilievo ad una vasta gamma di fenomeni, caratterizzati principalmente dall'obiettivo che si mira a realizzare e comprende, pertanto, ogni tipo di accordo che riesca a riconoscere al venditore un corrispettivo per le azioni dal medesimo cedute più alto di quello pagato dall'offerente».

highest price paid rule. L'attribuzione di un corrispettivo "più elevato" è resa possibile dalla circostanza che, accanto al contratto principale, vi siano uno o più accordi collaterali: del resto, se l'intera operazione fosse limitata al trasferimento della partecipazione di controllo, nel prezzo pagato per tale trasferimento si esaurirebbe necessariamente l'utilità che il venditore trae dalla sua partecipazione all'affare. Al contrario, l'esistenza di una o più pattuizioni collaterali permette di aumentare questa utilità, senza però incidere sul corrispettivo dell'OPA, che è calcolato esclusivamente sulla base di quanto dichiarato nel contratto principale⁴⁰⁴.

In concreto, l'offerente ottiene uno sconto sul prezzo della partecipazione di controllo nella società *target*, al quale corrisponde una riduzione proporzionale del prezzo unitario minimo che dovrà essere offerto, con l'OPA obbligatoria, a tutti gli altri detentori di titoli della medesima categoria, in applicazione della *highest price paid rule*; in cambio, egli assicura al venditore alcuni vantaggi economici ulteriori, grazie all'inserimento nell'operazione di uno o più affari collaterali⁴⁰⁵. Tali vantaggi possono sostanziarsi in uno sconto sul prezzo dell'*asset* che il venditore acquisisce con il contratto collaterale⁴⁰⁶, ovvero in una sopravvalutazione dei beni che il venditore, sempre attraverso i contratti collaterali, trasferisce all'offerente o alle persone che agiscono di concerto con il medesimo⁴⁰⁷; in tali ipotesi, lo sbilanciamento tra i valori

⁴⁰⁴ Sotto questo profilo, come chiarito, la collusione presenta profili di analogia con la contigua fattispecie della «pattuizione per l'acquisto di titoli» (in proposito cfr. § 1.4, in particolare nt. 353).

⁴⁰⁵ In questa prospettiva, sembra possibile cogliere elementi di analogia tra la "collusione" di cui all'art. 106, comma 3, lett. d), n. 3 t.u.f., incentrata sul meccanismo del travaso di valori, e alcune fattispecie alle quali altri ordinamenti riconnettono la modifica del prezzo dell'OPA obbligatoria. In Belgio, in particolare, l'art. 55 *Arreté royale 27 avril 2007* prevede, al suo secondo comma, che l'autorità di vigilanza (FSMA) possa imporre la rettifica del prezzo «s'il existe des éléments établissant que certains cédants des titres concernés se sont vu attribuer, outre la contrepartie, des avantages particuliers, directs ou indirects»; similmente, in Spagna l'art. 9, par. 4, *Réal decreto 1066/2007* considera, alla lett. e), l'ipotesi in cui sia stata corrisposta dall'offerente «*alguna compensación adicional* al precio pagado o acordado».

⁴⁰⁶ Così nel caso Camfin (cfr. 367), in cui, secondo la ricostruzione della Consob, il venditore (MCI), a fronte dello sconto concesso all'offerente (Lauro 61) sul prezzo di vendita della propria partecipazione in Camfin, ha ottenuto a sua volta uno sconto sul prezzo di acquisto di un certo quantitativo di azioni Pirelli.

⁴⁰⁷ A questo schema sembrerebbe, invece, riconducibile l'operazione che ha condotto all'OPA su STS-Ansaldo (cfr. nt. 368), ove – nella tesi dell'autorità di vigilanza – lo sconto sul prezzo della

delle prestazioni nel contratto principale viene compensato da uno sbilanciamento di segno opposto negli accordi paralleli, che ristabilisce l'equilibrio contrattuale. Ciò che rileva è che l'utilità effettivamente riconosciuta al venditore risulti scomponibile in due elementi, di cui l'uno corrisponde al prezzo del pacchetto di controllo dichiarato nel contratto principale e l'altro alla compensazione economica accordata attraverso i contratti collaterali: poiché solo la prima viene considerata per la fissazione del prezzo dell'OPA obbligatoria, una parte del valore della partecipazione di controllo resterà esclusa dalla base di calcolo del prezzo dell'offerta.

Ne consegue che tanto l'offerente quanto il venditore traggono vantaggio dalla collusione: il primo in termini di minore prezzo (e quindi minor costo) dell'OPA, il secondo in termini di convenienza dell'affare collaterale⁴⁰⁸. Questo meccanismo può essere definito come "travaso di valori", riprendendo un'espressione utilizzata dalla Consob⁴⁰⁹ e riproposta dalla giurisprudenza⁴¹⁰.

Se sul piano concettuale il meccanismo del travaso di valori è di pressoché immediata comprensione, sul piano probatorio lo stesso risulta particolarmente difficile da accertare. Innanzitutto, il termine di confronto per apprezzare l'eventuale riconoscimento di uno sconto sul prezzo della partecipazione di controllo nella

partecipazione di maggioranza riconosciuto dal venditore Finmeccanica all'offerente Hitachi è stato compensato dalla sopravvalutazione del ramo AnsaldoBreda, trasferito parallelamente tra le medesime parti.

⁴⁰⁸ Si potrebbe immaginare anche un caso in cui la compensazione economica per il venditore della partecipazione di controllo risieda nella mera conclusione di un ulteriore affare con l'offerente. In questo scenario, lo sconto sulla partecipazione di controllo è bilanciato dal normale margine di profitto che il venditore ottiene sulla prestazione oggetto del secondo contratto (ad esempio, di fornitura o di appalto). Tuttavia, si potrà parlare di travaso di valori solo in una situazione in cui (i) il venditore non avrebbe ceduto la propria partecipazione a quel prezzo, se non a fronte della conclusione del secondo affare e (ii) l'acquirente avrebbe potuto non concludere affatto quell'affare, ovvero concluderlo con un'altra controparte a condizioni analoghe, ma si sia determinato a trattare con il venditore proprio sulla base della possibilità di ottenere il trasferimento della partecipazione di controllo a prezzo scontato. Per quantificare lo scostamento, invece, è necessario considerare la differenza fra il margine di profitto ottenuto dal venditore e la frazione corrispondente alle *chances* di ottenerlo senza contestualmente cedere il pacchetto di maggioranza (ove le *chances* fossero nulle, lo scostamento coinciderebbe con il profitto).

⁴⁰⁹ Atto di accertamento allegato alla delibera Consob, 3 febbraio 2016, n. 19507.

⁴¹⁰ Cfr. Trib. Genova, 8 novembre 2016, ord. e Trib. Genova, 28 luglio 2017.

società *target* non può essere il valore medio dei titoli sul mercato in un certo periodo⁴¹¹; allo stesso modo, la valutazione dello scostamento di segno opposto tra i valori delle prestazioni scambiate con il contratto collaterale non può riduttivamente fondarsi sull'individuazione di un loro presunto "valore effettivo" o "di mercato"⁴¹². Come si è avuto modo di sottolineare⁴¹³, infatti, la regola del prezzo più alto pagato pone al centro la volontà contrattuale delle parti, prescindendo completamente dal valore che le azioni della società *target* esprimono sul mercato regolamentato in un determinato momento o arco temporale⁴¹⁴; pertanto, per accertare il travaso di valori occorre ricostruire l'equilibrio contrattuale raggiunto dalle parti⁴¹⁵, verificando, ad esempio, la presenza di eventuali compensazioni tra i valori attribuiti a ciascun *asset* nella fase delle trattative⁴¹⁶ e i valori dichiarati nelle versioni definitive dei documenti contrattuali, che non appaiano altrimenti giustificabili⁴¹⁷. Naturalmente il "valore di

⁴¹¹ In questo senso, esplicitamente, l'atto di accertamento allegato alla delibera Consob, 3 febbraio 2016, n. 19507, 13: «non è, né potrebbe essere, oggetto di indagine della Consob la valutazione della "correttezza" del corrispettivo attribuibile ad una partecipazione azionaria - così come di qualsiasi altro *asset* - la cui determinazione sia il risultato di una libera negoziazione tra le parti, anche quando ciò comporti un evidente vantaggio a favore di una di esse».

⁴¹² Cfr., ancora, delibera Consob, 3 febbraio 2016, n. 19507: «RITENUTO, peraltro, che la rettifica in aumento da parte della Consob del prezzo dichiarato dall'Offerente deve essere effettuata sulla base degli elementi di fatto emersi dall'istruttoria svolta dall'Autorità sulla documentazione acquisita ed, in particolare, del riconoscimento di valore aggiuntivo operato dalle parti nonché risultante da tale documentazione, non potendo, per contro, essere effettuata sulla base di valutazioni teoriche relative al valore dei beni trasferiti».

⁴¹³ Si veda il cap. II, § 4.1.

⁴¹⁴ Con l'unica eccezione, già segnalata (cfr. cap. II, § 4.2), dell'ipotesi in cui non siano stati effettuati acquisiti nel periodo rilevante e risulti necessitato il ricorso al criterio suppletivo del «prezzo medio ponderato di mercato», ex art. 106, comma 2, t.u.f..

⁴¹⁵ A conferma della centralità dell'equilibrio contrattuale raggiunto dalle parti, si veda la delibera Consob, 3 febbraio 2016, n. 19507, 5, ove si sottolinea che l'offerente, grazie all'inclusione dell'affare collaterale nell'operazione, ha potuto acquisire la partecipazione di controllo «ad un corrispettivo [proporzionalmente] minore rispetto al valore dalla stessa attribuito» alla *target*. In senso analogo, cfr. Trib. Genova, 8 novembre 2016, ord.; MUCCIARELLI, (nt. 293), 225; DE BIASI, (nt. 284), 208.

⁴¹⁶ Per ricostruire lo sviluppo delle trattative, la Consob, nell'esercizio dei propri poteri istruttori, può accedere a conversazioni e-mail, documentazione pre-contrattuale (lettere di intenti, minute, punteggiamenti ecc.), note e appunti manoscritti (in tal senso si vedano sia l'atto di accertamento allegato alla delibera Consob, 25 settembre 2013, n. 18662, che quello allegato alla delibera Consob, 3 febbraio 2016, n. 19507).

⁴¹⁷ Così sia nell'atto di accertamento allegato alla delibera Consob, 25 settembre 2013, n. 18662 che in quello allegato alla delibera Consob, 3 febbraio 2016, n. 19507.

mercato" (che, tra l'altro, verosimilmente viene preso in considerazione dalle parti stesse in sede di determinazione del corrispettivo⁴¹⁸) può, in fatto, assumere un significato in questa verifica, nella misura in cui uno scostamento considerevole da tale valore, in assenza di motivazioni adeguate sul piano economico, può legittimamente fondare il sospetto che una parte del prezzo della partecipazione di controllo sia stato imputato a beni trasferiti con contrattazioni parallele; ma la prova della collusione non potrebbe dirsi raggiunta dall'autorità di vigilanza che basasse la propria ricostruzione esclusivamente su tale scostamento⁴¹⁹.

1.5.3 (segue) parti dell'operazione ed elemento soggettivo.

Per definire compiutamente la fattispecie, occorre fare chiarezza su due ulteriori questioni: in primo luogo, se il contratto principale e i contratti collaterali debbano necessariamente essere conclusi dai medesimi soggetti perché l'intera operazione possa essere qualificata come collusiva; in secondo luogo, se, ai fini dell'applicazione del rimedio di cui all'art. 106, comma 2, lett. d), t.u.f., debba ricorrere uno specifico elemento soggettivo in capo a tutte le parti coinvolte nell'operazione o, quanto meno, in capo ad alcune di esse.

Con riferimento alla prima questione, è sufficiente richiamare la scarna disposizione del t.u.f. in tema di «collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori» per rendersi conto che l'operazione da cui origina l'OPA collusiva può essere realizzata con il coinvolgimento a vario titolo di più soggetti. Pertanto, se nell'ipotesi soggettivamente meno complessa vi è un unico venditore che trasferisce la partecipazione di controllo all'offerente e con il medesimo

⁴¹⁸ Per una conferma dell'atteggiamento dell'autorità di vigilanza, che in tanto attribuisce rilevanza ai valori medi di mercato ai fini dell'applicazione della regola del prezzo più alto pagato, in quanto risulti che le parti abbiano tenuto conto degli stessi, si veda (al di fuori dell'ipotesi della collusione), la Comunicazione Consob 25 luglio 2007, n. DEM/7069353, in materia di determinazione del prezzo dell'OPA in caso di acquisizione del controllo per effetto di una permuta di azioni.

⁴¹⁹ Sull'ammissibilità della prova per presunzioni, cfr. TAR Lazio 19 marzo 2014, n. 3009 e il commento di DE BIASI, (nt. 284), 214, nonché MIDIRI, (nt. 293), 570; in senso critico, si veda DE POLI, (nt. 293), 853, nota 31.

stipula parallelamente un ulteriore accordo, di modo che le parti dei due contratti collegati coincidano⁴²⁰, possono darsi anche ipotesi diverse, in cui non ricorre tale perfetta sovrapponibilità e nondimeno si resta nell'ambito della collusione *ex art. 106 t.u.f. e 47-octies* Regolamento Emittenti. In effetti, entrambe le norme alludono alla (eventuale) partecipazione delle persone che agiscono di concerto con l'offerente⁴²¹, in tanto richiamandosi alla definizione di cui all'*art. 101-bis*, comma 4, t.u.f.⁴²².

Questo significa che un'operazione collusiva può essere realizzata anche qualora le pattuizioni collaterali siano stipulate da soggetti diversi dall'offerente, ma a lui riconducibili per effetto di accordi in tal senso o di specifici "legami" (parrebbe ipotizzabile anche la situazione speculare, in cui la soglia rilevante è superata per effetto di acquisti delle persone che agiscono di concerto, *ex art. 109 t.u.f.*, e l'accordo parallelo sia concluso dal soggetto che promuoverà l'OPA successiva). In una simile ipotesi, allora, si avrà una situazione soggettivamente asimmetrica, in cui le parti del contratto con cui la partecipazione di controllo è trasferita non coincidono con le parti dei contratti collegati che realizzano il travaso di valori⁴²³. Tale conclusione non

⁴²⁰ Per vero, lo scenario non muta significativamente se i venditori sono due o più, ove ciascuno alieni la propria quota e al contempo partecipi all'accordo collaterale con l'offerente: anche in questo caso, infatti, si avrà una perfetta identità soggettiva tra contratto principale e patto collaterale, nonché una perfetta sovrapponibilità fra parti contrattuali e parti della collusione.

⁴²¹ La norma non menziona il coinvolgimento nell'operazione collusiva delle persone che agiscono di concerto con il venditore, per quanto questo schema sia facilmente ipotizzabile (l'offerente acquista dal venditore la partecipazione di controllo nella società *target* a prezzo scontato, e in cambio accorda a un terzo soggetto, legato al venditore un patto parasociale in altra società o da rapporti di diversa natura – comunque rientranti nelle previsioni di cui al comma 4-*bis* dell'*art. 101-bis t.u.f.* – una qualsiasi forma di compensazione economica). L'omissione del riferimento a tale eventualità, più che rispondere a una scelta deliberata dell'ordinamento, sembrerebbe configurarsi come una vera e propria lacuna.

⁴²² In proposito si vedano il cap. II, § 5.3, soprattutto alla nt. 228.

⁴²³ Nella casistica, questa eventualità ricorre nell'operazione di *delisting* di Camfin, così come ricostruita dalla Consob (v. nt. 367), ove i contratti collaterali sono stati stipulati fra il venditore della partecipazione di controllo (MCI) e due società di assicurazione (Allianz e FonSai) legate all'offerente (MTP) dall'appartenenza a un medesimo sindacato di blocco (il c.d. "Patto Pirelli") e sulla base di questa circostanza sono state considerate "persone che agiscono di concerto", nell'accezione di cui al comma 4-*bis* dell'*art. 101-bis t.u.f.* In proposito la Consob (cfr. atto di accertamento allegato alla delibera Consob, 25 settembre 2013, n. 18662, 41) si è limitata a svolgere considerazioni di carattere generale sul profilo soggettivo della collusione, sottolineando come l'ampiezza della nozione consenta di farvi rientrare anche determinati casi in cui il vantaggio ulteriore al venditore non sia direttamente

mette in discussione (e anzi conferma) la ricostruzione del rapporto fra contratto principale e contratto collaterale in termini di nesso funzionale, poiché, per opinione consolidata⁴²⁴, un collegamento negoziale (comunque lo si intenda) può sussistere anche fra contratti conclusi da parti diverse, purché i contratti stessi risultino finalizzati a realizzare un risultato economico convergente.

Per quanto attiene, invece, alla seconda questione, ossia alla necessità di accertare uno specifico elemento soggettivo in capo a tutti o ad alcuni dei partecipanti all'operazione, si può senz'altro escludere che la collusione postuli una volontà, comune a tutte le parti, diretta a deprimere il prezzo dell'OPA. Tale scopo, in effetti, è tendenzialmente estraneo al venditore, che, pur essendo parte necessaria della collusione, mira soltanto a trarre il massimo profitto dalla cessione della partecipazione di controllo, restando del tutto indifferente all'entità del corrispettivo offerto agli azionisti che intendano successivamente aderire all'OPA⁴²⁵.

È stato, tuttavia, sostenuto che la collusione presupponga, quale finalità perseguita da (tutte) le parti, "l'obiettivo di eludere le norme che presidiano la formazione del

riconosciuto dall'offerente ma da soggetti diversi, purché sussistano tra questi ultimi e l'offerente "relazioni speciali" che possano, in casi specifici, indurre a ritenere che le operazioni concluse dai "terzi" con il venditore diano esecuzione alla collusione realizzata tra l'offerente e il venditore stesso. Con questo argomento, l'autorità di vigilanza sembrerebbe estendere il profilo soggettivo della collusione anche al di là dell'insieme delle "persone che agiscono di concerto" con l'offerente: se così fosse, tuttavia, si tratterebbe di un'indebita forzatura della lettera della previsione.

⁴²⁴ DE NOVA, (nt. 400), 80 definisce la nozione "pacifica"; la tesi, in effetti, è sostenuta, tra gli altri, da BIANCA, (nt. 400), 483 e GALGANO, (nt. 400), 254; per un'approfondita ricostruzione dell'evoluzione dottrinale e giurisprudenziale sul punto, si rinvia a SCHIZZEROTTO, (nt. 401), 95. In giurisprudenza, la posizione risale a Cass., 4 ottobre 1954, n. 3238 ed è stata riaffermata a più riprese, anche recentemente (ad es. da Cass., 16 settembre 2004, n. 18655; Cass., 24 luglio 2009, n. 17405; Cass., 19 luglio 2012, n. 12454; Cass., 25 settembre 2014, n. 20292). Per tutte, si veda Cass., 12 dicembre 1995, n. 12733: «L'esistenza di un collegamento funzionale tra più negozi [...] ne impone una considerazione unitaria anche quando non vi sia coincidenza soggettiva di tutte le parti, atteso che nel collegamento negoziale essenziale è l'unitarietà dell'interesse globalmente perseguito e non anche che i soggetti siano gli stessi in ciascuno dei negozi attraverso i quali l'operazione complessiva si articola»

⁴²⁵ In questo senso T.A.R. Lazio, 19 marzo 2014, n. 3009. Invece, nell'ipotesi in cui il venditore, dopo la cessione del pacchetto di controllo, detenesse ancora, direttamente o indirettamente, ulteriori azioni nella società *target* (e non si fosse impegnato nei confronti dell'acquirente a non portarle in adesione all'OPA), egli sarebbe titolare dell'opposto interesse alla massimizzazione del corrispettivo d'offerta.

prezzo dell'OPA"⁴²⁶, secondo lo schema della frode alla legge. Tale interpretazione, benché allineata al significato che l'espressione assume in altri rami dell'ordinamento nazionale, non soddisfa sul piano teorico: la premessa da cui si sta muovendo (v. *supra*, § 1.5), infatti, è che la nozione di collusione rilevante debba essere individuata alla luce degli specifici obiettivi perseguiti dalla disciplina in tema di OPA obbligatoria.

In questo senso, se si adottasse un'interpretazione del termine "collusione" così restrittiva da farvi rientrare soltanto le condotte più marcatamente patologiche (come accadrebbe, appunto, se si ritenesse che una finalità elusiva o fraudolenta dovesse essere accertata in capo a tutti i soggetti coinvolti), si perverrebbe a uno svuotamento della portata precettiva della norma che alla collusione pone rimedio e, quale conseguenza, a un frequente aggiramento della regola del prezzo più alto pagato⁴²⁷ (con ripercussioni sull'effettività della tutela degli azionisti di minoranza e sull'efficienza del mercato del controllo). Oltretutto, né a livello di diritto nazionale, né tanto meno a livello di diritto dell'Unione Europea⁴²⁸, sono rinvenibili indici, di

⁴²⁶ Così Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330. Il supremo giudice amministrativo nega, infatti, che nella vicenda sottoposta al suo esame sia stata raggiunta la prova della collusione, in considerazione del fatto che «non è emersa alcuna prova - neppure indiretta, in ragione ad esempio della stranezza intrinseca delle condotte accertate e della mancanza di spiegazioni alternative - della partecipazione all'accordo fraudolento in elusione della regola sul prezzo OPA di Allianz e Fonsai, ovvero delle società che, con la vendita delle proprie azioni Pirelli a MCI, avrebbero concorso a realizzare la presunta collusione tra MCI e Lauro Sessantuno s.p.a. [in qualità di persone che agiscono di concerto, in virtù della loro adesione al c.d. "Patto Pirelli", cfr. nt. 82]». Nello stesso senso già CALDERAZZI, (nt. 293), 551, nonché, aderendo alla posizione espressa dal Consiglio di Stato, PALLADINO, (nt. 293), 192, il quale istituisce un parallelismo con i c.d. "reati a condotta neutra".

⁴²⁷ In senso analogo si veda DEL GATTO, (nt. 128), 309: «Una norma eccessivamente dettagliata può, infatti, irrigidire l'intervento delle *authorities* e frustrare le finalità alla base della loro istituzione. Una previsione troppo indefinita, d'altra parte, riconoscendo un potere estremamente ampio all'autorità, mina il diritto delle imprese di avere un quadro giuridico certo e di conoscere in anticipo i propri diritti e i propri obblighi, non solo nei confronti degli altri operatori di mercato, ma anche nei confronti dei regolatori». La problematica è nota e attiene, più in generale, alla scelta di politica legislativa tra regolazione mediante clausole generali e regolazione mediante norme di dettaglio, ove le seconde si prestano a essere eluse più facilmente delle prime. Sul punto, in relazione alla definizione legislativa di "persone che agiscono di concerto", cfr. VENTURINI, *Difese, concerto e derivati nelle ultime modifiche alla disciplina OPA*, in *Società*, 2010, 452.

⁴²⁸ Sul punto si vedano anche le Conclusioni presentate, in data 15 marzo 2017, dall'avvocato generale nel citato procedimento Corte Giust. UE, 28 luglio 2017, C-206/16 (par. 47).

carattere testuale o sistematico, che inducano a rintracciare in capo all'offerente o al venditore un intento elusivo o fraudolento. Al contrario, se la collusione fosse per definizione sorretta da una finalità elusiva, non si spiegherebbe perché il legislatore avesse in un primo tempo distinto tale fattispecie da quella descritta al n. 3 (oggi abrogato) della lettera *d*) dell'art. 106, comma 3, t.u.f., che annoverava il compimento di «operazioni volte ad eludere l'obbligo di offerta pubblica di acquisto» tra le circostanze che davano luogo a rettifica del prezzo verso l'alto⁴²⁹.

Vi è poi un altro elemento da considerare: la prova dell'intenzionalità elusiva risulta particolarmente difficile da fornire, poiché il suo oggetto riguarda il foro interno dei soggetti coinvolti nell'operazione collusiva; imporre un simile onere probatorio all'autorità di vigilanza renderebbe, di fatto, inoperante l'art. 106, comma 3, lett. *d*), n. 2, t.u.f.⁴³⁰, con le conseguenze di cui si è detto sugli obiettivi di tutela presidiati dalla regola del prezzo più alto pagato⁴³¹.

⁴²⁹ A tacere delle sfumature di significato tra i verbi "eludere" e "colludere", la distinzione resterebbe di difficile comprensione anche qualora si volesse separare il piano dell'elusione dell'obbligo di promuovere l'OPA, che discende dal primo comma dell'art. 106, da quello dell'elusione della regola sul prezzo, che invece si ritrova al secondo comma della medesima disposizione; in effetti, se entrambe le previsioni fossero state espressione della medesima *ratio legis*, non si giustificherebbe, alla luce delle motivazioni addotte dal legislatore a sostegno dell'abrogazione dell'una (si veda la Relazione illustrativa al d. lgs. 25 settembre 2009, n. 146, art. 2, co. 1, lett. *c*), riportata *infra*, nt. 530), come mai una sorte analoga non sia toccata anche all'altra. In proposito, si veda anche Trib. Genova, 28 luglio 2017.

⁴³⁰ Una posizione analoga è espressa da DEL GATTO, (nt. 128), 306, nel testo e alla nota 41. In proposito, tuttavia, si segnala l'obiezione di PALLADINO, (nt. 293), 192, secondo cui l'ostacolo probatorio potrebbe essere superato applicando alla collusione gli «indici sintomatici enucleati dalla dottrina civilistica con riferimento alla figura atipica del contratto in frode al terzo», i quali consentono di fondare la prova dell'intento elusivo (*i*) sulla carenza di un ragionevole interesse delle parti a concludere l'operazione in quei termini, tenuto conto delle circostanze del caso concreto e (*ii*) sulla palese irragionevolezza delle scelte economiche dei contraenti, alla luce dell'analisi di circostanze obiettive e di parametri ricavabili dal medesimo mercato cui si riferisce l'operazione. La soluzione così delineata, pur muovendo dalla concezione della finalità elusiva quale elemento costitutivo della fattispecie (che comunque, per le ragioni chiarite *infra* nel testo, non sembra cogliere nel segno), arriva in realtà a prescindere dalla prova della stessa. Anche T.A.R. Lazio, 26 gennaio 2019, n. 1032, allineandosi alla ricostruzione della fattispecie operata dal Consiglio di Stato (cfr. nt. 368), valorizza tali elementi indiziari per ritenere raggiunta, nell'ambito dell'operazione su Ansaldo STS, la prova dell'intenzionalità elusiva.

⁴³¹ In questo senso si veda F. M. MUCCIARELLI, (nt. 8), 561. Nel commento, la preferenza per una «lettura ampia» della fattispecie, tale da non richiedere la prova di alcuna specifica intenzionalità in capo alle parti dell'operazione, è motivata anche sulla base di un ulteriore argomento sistematico: si è

Più in generale, l'indagine dell'elemento volitivo che sorregge le condotte degli operatori risulta completamente estranea all'attività di vigilanza sui mercati finanziari. Non vi è dubbio, infatti, che nell'ambito di tale attività, specialmente quando si tratta di operazioni sul controllo societario, vengono in rilievo esclusivamente comportamenti deliberati (neppure sarebbero pensabili, del resto, trasferimenti di consistenti pacchetti azionari realizzati "inavvertitamente"); sarebbe del tutto superfluo, allora, andare alla ricerca di particolari stati soggettivi in capo alle persone (fisiche) che in concreto concludono operazioni di questo tipo.

Questo vale a maggior ragione nel caso dell'OPA collusiva, dal momento che il "travaso di valori", come si è detto, consiste in un duplice scostamento dal valore che i contraenti stessi attribuiscono agli *asset* trasferiti⁴³². Se la consapevolezza della condotta è *in re ipsa*, le finalità perseguite dalle parti ricadono fuori dalla fattispecie rilevante ai fini dell'applicazione del rimedio di cui all'art. 106, comma 3, lett. d), t.u.f.⁴³³. In questo senso, si comprende che l'esclusione dell'intenzionalità elusiva dal novero degli elementi costitutivi della collusione non risponde esclusivamente a finalità di semplificazione probatoria, ma anche a ragioni di coerenza sistematica.

Alla luce di tali considerazioni, allora, appare maggiormente condivisibile l'opinione di chi⁴³⁴, sulla scorta della giurisprudenza sviluppatasi in materia antitrust, ritiene

detto (v. § 1.4 e nt. 353) che l'art. 106, comma 3, lett. d), t.u.f. prevede due ipotesi «contigue dal punto di vista lessicale» di correzione al rialzo del prezzo d'offerta: la collusione di cui al n. 2 e la pattuizione di cui al n. 1. Secondo l'Autore, mentre quest'ultima «richiede ovviamente una volizione da parte di offerente e venditore», la prima appare maggiormente ambigua; tuttavia, il fatto stesso che il legislatore abbia distinto le due ipotesi suggerisce di seguire un'interpretazione del termine "collusione" che consenta di differenziarla da una "pattuizione" vera e propria sotto il profilo volitivo. Sul diverso criterio di distinzione fra le due ipotesi proposto in questa sede (attinente al piano oggettivo della struttura dell'operazione), si rinvia al § 1.4, nt. 356 e testo corrispondente.

⁴³² V. *supra*, § 1.5.2.

⁴³³ Mutuando categorie prettamente penalistiche, si potrebbe dire che la collusione presuppone la volontà della condotta (travaso di valori attraverso la conclusione di contratti funzionalmente collegati), ma non richiede la volontà dell'evento (elusione della regola del prezzo più alto pagato, con lesione degli interessi degli azionisti di minoranza).

⁴³⁴ DEL GATTO, (nt. 128), 307 e ABU AWWAD, (nt. 293), 176, sulla scorta di Trib. Genova, 8 novembre 2016, ord. e di Trib. Genova, 28 luglio 2017. Sembra spingersi ancora oltre T.A.R. Lazio, 19 marzo 2014, n. 3009, secondo cui «non è necessario che l'Autorità dimostri che il comportamento delle parti sia volontariamente diretto ad eludere la normativa in materia di OPA ma solo che esso sia *obiettivamente*

applicabile alla collusione la tesi generalmente accolta a proposito di intese restrittive della concorrenza, la quale richiede semplicemente che i comportamenti (consapevoli) siano potenzialmente lesivi della libertà di concorrenza⁴³⁵. Secondo questa impostazione, allora, la collusione risulterebbe integrata esclusivamente sulla base degli effetti della condotta sul prezzo dell'OPA⁴³⁶, considerati nella loro oggettività⁴³⁷. Del resto, una concezione, per così dire, oggettiva della collusione⁴³⁸ risponde meglio all'esigenza di assicurare prevedibilità e certezza del contesto normativo ai potenziali offerenti⁴³⁹, in questo modo concorrendo al perseguimento degli obiettivi di efficienza del mercato a cui tende la disciplina dell'OPA obbligatoria⁴⁴⁰.

idoneo a conseguire tale effetto, in virtù del riconoscimento al venditore di un corrispettivo maggiore di quello formalmente dichiarato ai fini dell'OPA»; il giudice amministrativo, tuttavia, prosegue affermando che «l'elemento qualificante della fattispecie, sotto il profilo volitivo, è invece la consapevolezza, e quindi la volontà, di porre in essere un'operazione (o un insieme di operazioni collegate tra loro) che abbia, non necessariamente come oggetto, ma anche soltanto quale effetto, l'elusione delle norme che presidiano la fissazione del prezzo dell'OPA obbligatoria», con un'ambigua (e poco condivisibile) equiparazione fra il piano della "consapevolezza" e quello della "volontà".

⁴³⁵ In proposito cfr. T.A.R. Lazio, 2 agosto 2006, n. 6833: «La realizzazione di un'intesa restrittiva della concorrenza, insomma, si traduce in comportamenti consapevoli indirizzati a realizzare una situazione di mercato che sia oggettivamente, anche se solo potenzialmente, lesiva della libertà di concorrenza e, quindi, in grado di determinare un danno ingiusto a carico dei consumatori».

⁴³⁶ In questo aspetto si registra un punto di contatto fra la collusione e gli altri presupposti per la modifica autoritativa del prezzo d'offerta: cfr., ad es., le osservazioni svolte a proposito del «fondato sospetto di manipolazione» nel § 1.2.

⁴³⁷ In questo senso è possibile cogliere un ulteriore parallelismo con la nozione, altrettanto oggettiva, di "concerto" ex art. 101-bis t.u.f., realizzata nella forma del semplice "accordo" (espresso o tacito) di cui al comma 4. In effetti, la dottrina (MOSCA, nt. 230, 133) ha ritenuto sufficiente, per la configurazione di un accordo rilevante ai fini del concerto, la sussistenza del c.d. «intento empirico, ovvero la consapevolezza di creare un vincolo giuridico attuale o potenziale».

⁴³⁸ In termini di valenza oggettiva della collusione si esprime Trib. Genova, 8 novembre 2016, ord. (poi confermata da Trib. Genova, 28 luglio 2017), definendo la stessa una «acquisizione della Giurisprudenza amministrativa», in riferimento agli orientamenti sviluppatasi nell'unico precedente all'epoca disponibile, relativo all'OPA su Camfin (cfr. T.A.R. Lazio, 19 marzo 2014, n. 3009, 3010, 3011, 3012, successivamente disattesi da Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330). Accolgono questa prospettiva DEL GATTO, (nt. 128), 307 e ABU AWWAD, (nt. 293), 178.

⁴³⁹ In proposito si veda quanto esposto nel cap. II, in particolare al § 3.1. Nel senso che una simile concezione oggettiva tutela maggiormente il principio di certezza del diritto, cfr. anche ABU AWWAD, (nt. 293), 179.

⁴⁴⁰ Cfr. cap. I, §§ 2.5 s. È appena il caso di precisare che una concezione oggettiva della nozione di collusione sarebbe pienamente coerente con la ricostruzione del rapporto fra contratto principale e contratto collaterale in termini di collegamento negoziale. Questo vale sia qualora si accolga la tesi che

1.5.4 La *ratio* della modifica del corrispettivo d'offerta in caso di collusione.

Dalla ricostruzione della fattispecie collusiva appena tratteggiata, sono emersi alcuni profili di analogia non solo con la «pattuizione per l'acquisto di titoli», ma anche con gli altri presupposti per la modifica del corrispettivo d'offerta determinato secondo la *highest price paid rule*. In particolare, l'analisi ha permesso di evidenziare che, malgrado l'ambiguità del termine "collusione", specialmente alla luce del significato che lo stesso assume in altri settori dell'ordinamento, nel contesto dell'art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f. gli accordi collusivi tra offerente e venditore rilevano esclusivamente per la loro obiettiva incidenza sul prezzo dell'offerta obbligatoria⁴⁴¹.

In effetti, attraverso il descritto meccanismo del "travaso di valori", la collusione comporta che una parte delle utilità economiche associate al trasferimento della partecipazione di controllo sia imputata a un diverso affare e, conseguentemente, esclusa dall'applicazione della *highest price paid rule*⁴⁴². Tale esclusione, consentendo all'offerente di riconoscere agli oblati un corrispettivo unitario proporzionalmente inferiore ai vantaggi complessivamente attribuiti al socio di controllo uscente, rende possibile la realizzazione di operazioni inefficienti per il mercato del controllo societario: la circostanza che una parte delle utilità riconosciute al venditore della partecipazione di controllo non incida sul prezzo dell'OPA obbligatoria, infatti,

colloca sul piano, meramente oggettivo, dell'interpretazione e/o della qualificazione l'individuazione di tale collegamento, sia qualora si propenda per la teoria, prevalente in giurisprudenza, secondo cui occorre la volontà comune delle parti per creare un vincolo di interdipendenza fra due o più contratti distinti, non risultando la connessione funzionale sufficiente allo scopo (cfr. nt. 400). In effetti, neppure in quest'ultimo caso sussisterebbero – per quanto qui interessa – ostacoli all'accoglimento di una nozione oggettiva di collusione: come ricordato, infatti, anche i sostenitori della teoria da ultimo richiamata ammettono che, se la volontà delle parti non risulta esplicitamente dai contratti, essa può essere desunta dall'inscindibilità dell'assetto economico realizzato (che senz'altro ricorre, per definizione, nelle operazioni collusive: v. *supra*). In ogni caso, dalla volontà (dimostrata o presunta) di istituire un rapporto di reciproca dipendenza fra contratto principale e contratto collaterale non si potrebbe inferire alcuna volontà elusiva delle regole in materia di prezzo dell'OPA obbligatoria, poiché, sul piano logico, non vi è una necessaria connessione fra le due.

⁴⁴¹ In questo senso si vedano, in particolare, le riflessioni svolte *supra*, § 1.2, in ordine alla valenza oggettiva del «fondato sospetto di manipolazione».

⁴⁴² V. *supra*, § 1.5.2.

comporta che quest'ultimo non incorpori (integralmente) l'eventuale premio di controllo pagato. Pertanto, nella prospettiva dell'offerente, l'operazione potrebbe mantenere la propria convenienza economica anche qualora egli non sia in grado di aumentare il valore dei titoli della *target*, come accadrebbe, del resto, nel vigore di una "regola di mercato"⁴⁴³.

Per ripristinare il funzionamento della regola occorre, allora, procedere alla modifica verso l'alto del corrispettivo riconosciuto per l'adesione all'OPA⁴⁴⁴, sostituendo al prezzo indicato nel documento d'offerta⁴⁴⁵ il prezzo «accertato», come disposto dall'art. 47-*octies* Regolamento Emittenti. Tale prezzo (che si ottiene dalla somma fra il corrispettivo riportato nel contratto principale e i vantaggi ulteriori accordati mediante le pattuizioni collaterali, divisa per il numero di azioni trasferite) esprime, infatti, il valore che l'offerente realmente attribuisce ai titoli della *target* ed è, in quanto tale, incompatibile con la realizzazione di trasferimenti del controllo inefficienti⁴⁴⁶. Anche in questo caso, pertanto, l'apparente deviazione dalla regola del prezzo più alto pagato risulta, in realtà, diretta a ristabilire il corretto funzionamento della stessa sul piano sostanziale.

1.5.5 Particolari ipotesi riconducibili alla nozione di collusione: la partecipazione al nuovo progetto imprenditoriale della *target* da parte solo di alcuni azionisti.

L'analisi che precede consente di attribuire un preciso significato alla nozione di collusione rilevante ai fini della modifica verso l'alto del corrispettivo d'offerta, *ex* art. 106, comma 3, lett. *d*) t.u.f. Essa si configura, infatti, come un'operazione unitaria, conclusa attraverso una pluralità di accordi funzionalmente collegati, negoziati fuori

⁴⁴³ In proposito, si rinvia agli argomenti esposti nel cap. I, § 2.5.1, nonché nel cap. II, § 3.2.

⁴⁴⁴ Sulla circostanza che la lettera dell'art. 106, comma 3, lett. *d*) t.u.f. subordini l'aumento del prezzo d'offerta, anche in caso di collusione, alla condizione che lo stesso sia «necessario per la tutela degli investitori» si tornerà *infra*, § 3.1 s.

⁴⁴⁵ Sul punto si veda il cap. II, § 6.

⁴⁴⁶ Cfr. cap. II, § 4.1 e nt. 186.

mercato, grazie alla quale l'offerente e uno o più venditori (con l'eventuale coinvolgimento delle persone che agiscono di concerto) realizzano un travaso di valori dal contratto principale, con cui è trasferita la partecipazione di controllo della società *target*, ai contratti collaterali, mediante i quali sono riconosciuti al venditore ulteriori vantaggi economici, che vengono così esclusi dall'applicazione della *highest price paid rule*.

Sebbene i precedenti giurisprudenziali richiamati⁴⁴⁷ si siano rivelati estremamente utili nell'elaborazione di tale nozione, occorre domandarsi se alla stessa non possano essere ricondotte anche ipotesi diverse rispetto a quelle oggetto dei passati interventi dell'autorità di vigilanza⁴⁴⁸, rispetto alle quali si pongano le medesime esigenze di tutela. In particolare, vengono in considerazione tutti i casi in cui l'offerente, avendo concluso accordi fuori mercato per l'acquisto dei titoli oggetto della futura OPA, non si sia limitato a concordare con il venditore la cessione di un certo quantitativo di titoli dietro un corrispettivo in denaro, ma abbia altresì stipulato pattuizioni accessorie, che alterano l'equilibrio contrattuale complessivo⁴⁴⁹.

Nell'ambito delle operazioni così strutturate, assumono uno speciale rilievo nella prassi le previsioni in favore di alcuni azionisti venditori, appartenenti al precedente gruppo di controllo, a cui l'offerente si impegna ad affidare incarichi gestionali nella *target*, una volta completato il trasferimento⁴⁵⁰. In effetti, non di rado simili accordi sono negoziati dalle parti nell'ambito di operazioni sul controllo societario: in linea generale, essi appaiono finalizzati a garantire la permanenza nella società del *know-*

⁴⁴⁷ Per la ricostruzione dei termini delle operazioni e delle vicende giudiziarie originate dalle stesse, si rinvia nuovamente alle nt. 367 s.

⁴⁴⁸ In questo senso sembra esprimersi anche F.M. MUCCIARELLI, (nt. 8), 561, il quale definisce la collusione come «fattispecie generale e residuale, finalizzata a colpire tutte le ipotesi che non rientrano tra le "pattuizioni" di cui alla previsione precedente [art. 106, comma 3, lett. d), n. 1, t.u.f., ndr]».

⁴⁴⁹ Cfr. cap. II, § 6. Naturalmente, deve trattarsi di pattuizioni diverse dal semplice differimento dell'acquisto dei titoli oggetto di OPA a un momento successivo alla chiusura del periodo d'offerta, perché altrimenti si ricadrebbe nell'ambito di applicazione dell'art. 106, comma 3, lett. d), n. 1 t.u.f. (v. § 1.4).

⁴⁵⁰ In relazione a questa tipologia di patti, cfr. nt. 255.

how e delle capacità manageriali di soggetti che ricoprivano ruoli chiave nella stessa prima dell'avvicendamento al vertice della catena di comando⁴⁵¹.

In proposito occorre anzitutto domandarsi se un'acquisizione strutturata in modo tale che solo ad alcuni soci venditori sia offerta la possibilità di partecipare al progetto imprenditoriale del nuovo soggetto controllante non contrasti, di per sé, con i principi che presiedono alla disciplina dell'OPA obbligatoria. A questo riguardo, tuttavia, sembra sufficiente osservare che non si ravvisa alcun principio generale che imponga all'offerente di riservare un identico trattamento a tutti gli azionisti della *target*⁴⁵² (atteso che, per le ragioni già illustrate, l'art. 92 t.u.f esige il rispetto della parità di trattamento esclusivamente nei rapporti tra la società e i suoi soci, mentre l'art. 3, par. 1, lett. *a*) direttiva OPA, nel sancire il principio del trattamento equivalente, si limita a vietare discriminazioni all'interno del procedimento d'offerta)⁴⁵³.

Pertanto, una volta sgomberato il campo da possibili incertezze circa l'ammissibilità di simili accordi, diviene centrale comprendere se la loro conclusione possa integrare la fattispecie di collusione di cui all'art. 106, comma 3, lett. *d*) t.u.f. e 47-*octies* Regolamento Emittenti. In effetti, essi sono in genere negoziati (necessariamente fuori mercato) dalle medesime parti coinvolte nel trasferimento di un pacchetto di controllo, nell'ambito di una trattativa concepita come unitaria; in particolare, anche

⁴⁵¹ Della ricorrenza nella prassi di simili pattuizioni danno conto sia LABRUNA MAZZIOTTI SEGNI, (nt. 350), 11, sia la Comunicazione Consob 4 maggio 2016, n. 0040628.

⁴⁵² Per vero, a una risposta negativa all'interrogativo perviene anche TRISCORNIA, (nt. 128), 1011, pur muovendo dalla concezione che ritiene sussistente tale principio: «se la *ratio* del principio [di parità di trattamento] è quella di garantire che tutti i soci godano di eguali condizioni economiche nel contesto di un'offerta, non mi pare che dall'obbligo di parità di condizioni tra gli oblati si possa far discendere (anche) un principio di assoluta eguaglianza "di ruolo" tra gli azionisti, intesa come proibizione, per taluni di essi, di partecipare alla compagine dell'offerente laddove analoga facoltà non fosse parimenti offerta a tutti gli oblati».

⁴⁵³ Per una critica alla tesi che riconduce la regola del prezzo più alto pagato al principio di parità di trattamento, si veda il cap. II, § 2.1; sul rapporto tra trattamento equivalente e *best price rule*, cfr. cap. II, § 2.2.

quando gli impegni assunti dall'acquirente sono contenuti in patti parasociali⁴⁵⁴, nulla impedisce di ravvisare un collegamento negoziale tra gli stessi e il contratto principale con cui viene ceduta la partecipazione azionaria⁴⁵⁵. Allora, accogliendo la tesi per cui la finalità perseguita attraverso tali accordi non rientra tra gli elementi costitutivi della fattispecie⁴⁵⁶ – sicché non rileva se le parti, attraverso gli stessi, intendessero garantire la continuità aziendale, ovvero eludere la disciplina in materia di OPA obbligatoria⁴⁵⁷ – l'eventuale presenza di "travasi di valore"⁴⁵⁸ diventa l'unico elemento da cui dipende la possibilità di qualificare l'intera operazione come "collusiva".

In proposito, la questione si pone ogni volta che i patti che vincolano il futuro offerente a conferire incarichi direttivi agli esponenti del gruppo di controllo uscente contengano anche clausole volte a predeterminare il compenso da riconoscere ai medesimi (o a soggetti collegati)⁴⁵⁹, ovvero altri meccanismi di incentivazione in loro favore⁴⁶⁰. In presenza di simili previsioni, si rende necessario verificare se le stesse non rappresentino lo strumento attraverso cui sono attribuite ai venditori

⁴⁵⁴ In questo senso cfr., ad es., 4 maggio 2016, n. 0040628, ovvero il documento d'offerta relativo all'OPA (statutaria: cfr. nt. 61) di Aurora Dodici su Biodue, pubblicato in data 31 ottobre 2019, ove si dà conto in modo dettagliato della contestuale stipulazione di un patto parasociale tra l'offerente e alcuni soci venditori.

⁴⁵⁵ Come chiarito, infatti, gli accordi collaterali possono assumere qualsiasi veste e possono avere ad oggetto qualsiasi prestazione (v. nt. 387), a patto che risultino funzionalmente connessi al contratto principale.

⁴⁵⁶ Si rinvia in proposito alle deduzioni svolte *supra*, § 1.5.3.

⁴⁵⁷ La prova di tale finalità si configura, invece, come presupposto indefettibile per l'applicazione del rimedio *ex art.* 106, comma 3, lett. *d*) t.u.f. se si adotta la prospettiva di Cons. Stato, 9 novembre 2018 (su cui si vedano i §§ 1.5 e 1.5.4).

⁴⁵⁸ Sulla centralità del travaso di valori nella collusione quale presupposto per la modifica del prezzo d'offerta, nella ricostruzione della fattispecie proposta in questo lavoro, cfr. § 1.5.2.

⁴⁵⁹ Si tenga presente, infatti, che nello schema della collusione rientrano le situazioni in cui l'offerente stipuli accordi collaterali con soggetti diversi dai venditori della partecipazione di controllo, purché qualificabili, in relazione a questi ultimi, come "persone che agiscono di concerto" (cfr. § 1.5.3).

⁴⁶⁰ Per vero, un discorso analogo potrebbe essere svolto in relazione agli accordi con cui l'offerente riconosca agli azionisti venditori una qualche forma di ristoro economico per la perdita degli incarichi direttivi che precedentemente ricoprivano nella società *target* (c.d. "buonuscita"). In proposito, si veda anche la nt. 255.

componenti aggiuntive di prezzo per le azioni trasferite⁴⁶¹, che in questo modo verrebbero escluse dalla fissazione del corrispettivo dell'OPA che l'operazione rende obbligatoria⁴⁶²: in tale evenienza, infatti, risulterebbero integrati i presupposti per la modifica autoritativa del prezzo d'offerta in caso di collusione, *ex artt.* 106, comma 3, lett. *d*), n. 2 t.u.f. e 47-*octies* Regolamento Emittenti. Naturalmente, il termine di riferimento di questa verifica si identifica (non con il valore "effettivo" o "di mercato" delle prestazioni oggetto di ciascun accordo⁴⁶³, bensì) con la volontà contrattuale delle parti, che deve essere puntualmente ricostruita dalla Consob in sede di accertamento della collusione⁴⁶⁴.

1.5.6 (segue) la permuta di titoli.

Problematiche non dissimili rispetto a quelle appena analizzate possono sorgere in relazione alle situazioni in cui l'offerente abbia acquistato la partecipazione di controllo fuori mercato scambiando i titoli della *target* con titoli propri o di altra

⁴⁶¹ In altri termini, potrebbe accadere che le parti concordino un prezzo di trasferimento della partecipazione di controllo particolarmente vantaggioso per l'acquirente, a fronte del riconoscimento di compensi e premi straordinariamente elevati in favore dei venditori, che formalmente verrebbero imputati alla remunerazione dell'attività da svolgere nella società (oppure, nell'ipotesi considerata alla nota precedente, alla compensazione economica della perdita degli incarichi ricoperti in precedenza). In alternativa, il vantaggio economico ulteriore potrebbe risiedere nel mero conferimento dell'incarico, qualora dalle circostanze del caso concreto risulti che lo stesso sia stato scambiato con uno sconto sul prezzo della partecipazione di controllo; in proposito si rinvia alle riflessioni esposte nella nt. 408.

⁴⁶² In questo senso si veda anche la Comunicazione Consob 4 maggio 2016, n. 0040628, la quale, pur negando la sussistenza di componenti aggiuntive di prezzo negli accordi sottoposti all'esame dell'autorità di vigilanza ai fini della risposta al quesito che le era stato rivolto, conclude che «Resta fermo che la conoscenza di circostanze diverse e/o ulteriori, nonché di accordi tra le parti diversi e/o ulteriori rispetto a quelli rappresentati nel Quesito potrà comportare una nuova valutazione dell'operazione da parte della Consob, anche diretta a rettificare il prezzo dell'Offerta Obbligatoria, ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. d), del TUF». Condivide le conclusioni a cui perviene la Consob nel caso citato anche TRISCORNIA, (nt. 128), 1006.

⁴⁶³ Si osservi che, almeno in linea teorica, potrebbero rinvenirsi parametri "di mercato" non solo in relazione al valore della partecipazione trasferita, ma anche a quello dei compensi per l'attività da svolgersi nelle strutture direttive della società (ovvero a quello della "buonuscita", nello scenario delineato alla nt. 460), ad esempio riferendosi alle politiche di remunerazione del *management* adottate in società con caratteristiche analoghe che operano nel medesimo settore.

⁴⁶⁴ Per quanto riguarda la prova del travaso di valori, si vedano le riflessioni esposte *supra*, § 1.5.2.

società del gruppo⁴⁶⁵, ma, in sede di OPA, abbia previsto un corrispettivo esclusivamente in denaro⁴⁶⁶.

Anche in questo caso, infatti, si pone preliminarmente la questione se sia in linea di principio ammissibile che, in occasione di un'operazione sul controllo societario soggetta alla disciplina dell'OPA obbligatoria, soltanto ad alcuni azionisti venditori sia offerto di mantenere il proprio investimento nella *target*, sia pure indirettamente. In effetti, attraverso la permuta di titoli, ai venditori della partecipazione di controllo verrebbe offerta un'opportunità di reinvestimento nella *target* e, conseguentemente, la possibilità di beneficiare delle sinergie eventualmente generate dall'integrazione della stessa nel gruppo dell'offerente; un simile beneficio sarebbe, invece, precluso agli altri azionisti che decidessero di aderire all'offerta⁴⁶⁷.

Impostata in questi termini, la questione appare più insidiosa di quella formulata in relazione all'ipotesi in cui la possibilità di partecipare al nuovo progetto imprenditoriale sia riconosciuta "selettivamente" dall'offerente⁴⁶⁸, dal momento che, mentre non sarebbe neppure pensabile una soluzione che imponesse all'offerente di affidare compiti gestionali a *tutti* gli azionisti uscenti della *target* che ne facessero richiesta, nessun ostacolo di ordine pratico impedirebbe di esigere dal medesimo il riconoscimento, almeno in via alternativa, di un corrispettivo in titoli per l'adesione all'OPA⁴⁶⁹. Ciononostante, sembra ugualmente possibile affermare l'astratta

⁴⁶⁵ Per vero, è concepibile un'ipotesi il corrispettivo dell'OPSc sia rappresentato da titoli di società del tutto estranea al gruppo dell'offerente, di cui quest'ultimo detenga nondimeno strumenti finanziari in misura considerevole (verosimilmente, allora, si tratterà di società altamente capitalizzata con azionariato disperso). In tal caso, pur in assenza di problematiche specificamente connesse all'offerta selettiva di un'opportunità di reinvestimento nella *target* (v. § 1.5.5), potrebbe ugualmente porsi la questione della configurabilità di una fattispecie collusiva, in presenza di una valorizzazione convenzionale dei titoli scambiati (v. *infra* nel testo).

⁴⁶⁶ L'ipotesi è richiamata anche nel cap. II, § 5.4.

⁴⁶⁷ In quest'ottica emergono i principali profili di analogia con l'ipotesi esaminata nel paragrafo che precede, in quanto il reinvestimento può essere visto come una particolare forma di partecipazione (ai risultati del) progetto imprenditoriale del nuovo soggetto controllante.

⁴⁶⁸ Cfr. *supra*, § 1.5.4.

⁴⁶⁹ Questa possibilità è già stata adombrata nel cap. II, § 5.4. In proposito, non si ignora che gli oblati, i quali abbiano fiducia nel progetto imprenditoriale dell'offerente, hanno pur sempre la possibilità di non aderire all'OPA, così da beneficiare dell'eventuale apprezzamento dei titoli della *target*, ovvero di

compatibilità di operazioni così strutturate con i principi generali dell'ordinamento di settore, in considerazione del fatto che, come chiarito, non ne esiste uno di portata così ampia da giustificare l'attribuzione a ciascun azionista del diritto di dismettere la propria partecipazione *alle stesse condizioni* del gruppo di controllo uscente⁴⁷⁰. Ad analoga conclusione perviene anche la Consob⁴⁷¹, nel silenzio della direttiva OPA e della normativa nazionale sul punto⁴⁷².

Ebbene, nel contesto di simili operazioni, le parti, in sede di trasferimento della partecipazione di controllo, potrebbero non limitarsi a determinare un rapporto di cambio fra i titoli della *target* e i titoli dell'offerente (o di altra società del gruppo di quest'ultimo)⁴⁷³, spingendosi a indicare anche un criterio convenzionale di valorizzazione degli stessi⁴⁷⁴. Un'indicazione di questo tipo acquista rilevanza, ai fini

aderirvi e impiegare il corrispettivo in contanti ricevuto per acquistare azioni o altri strumenti finanziari emessi dall'offerente o da altra società del gruppo. Tuttavia, in nessuno dei due scenari gli azionisti di minoranza si troverebbero in una posizione equivalente a quella riconosciuta ai venditori della partecipazione di controllo. Infatti, in relazione al primo, occorre tenere presente che l'integrazione della *target* nel gruppo dell'offerente potrebbe avere anche conseguenze negative sul valore dei titoli della prima, ad esempio in una situazione in cui solo la capogruppo benefici delle eventuali sinergie conseguite; in relazione al secondo – anche a tacere della possibilità che i titoli scambiati dall'offerente non siano quotati (e, quindi, non possano essere facilmente ottenuti sul mercato secondario) – mette conto osservare che il prezzo a cui gli oblati potrebbero acquistarli risentirebbe già dell'eventuale incremento derivante dall'incorporazione nel valore di borsa dell'informazione relativa all'operazione appena conclusa (a proposito di quest'ultimo fenomeno, cfr. BRADLEY, *Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control*, in 53 *J. Bus.*, 1980, 345).

⁴⁷⁰ Cfr. cap. II, § 2.1, in particolare nt. 130.

⁴⁷¹ Si veda la Comunicazione Consob, 25 luglio 2007, n. DEM/7069353: «non si ravvisano ostacoli di tipo normativo alla circostanza secondo cui, a fronte dell'acquisizione del controllo attraverso un'operazione di scambio, la successiva offerta obbligatoria venga effettuata in contanti», ripresa anche da RAINELLI, (nt. 10), 633.

⁴⁷² Come emerge dall'analisi condotta nel cap. II, § 5.4, infatti, l'ordinamento si preoccupa esclusivamente di disciplinare l'ipotesi speculare, in cui per raggiungere la soglia rilevante di partecipazione siano stati effettuati acquisti in contanti, mentre agli oblati sia riconosciuto un corrispettivo rappresentato da titoli (cfr. art. 106, comma 2-bis, t.u.f.).

⁴⁷³ Qualora non venisse stabilito convenzionalmente alcun criterio di valorizzazione, l'offerente dovrebbe ricostruire quale sia il valore «contrattualmente attribuito ai titoli» (cfr. cap. II, § 5.1) della *target* ai fini della predisposizione del documento d'offerta. In proposito, si vedano le riflessioni svolte nel cap. II, § 6, a proposito dell'estensione delle verifiche che la Consob è chiamata a svolgere al momento della sua approvazione.

⁴⁷⁴ In altri termini, le parti della permuta potrebbero non limitarsi a convenire che la partecipazione di controllo, pari a *N* titoli della società bersaglio *Alfa*, sia scambiata per un quantitativo *n* di titoli dell'offerente *Beta*, ma potrebbero altresì specificare che, ai fini dello scambio, a ciascuna azione di *Alfa*

dell'analisi in corso, nella misura in cui l'offerente procede a determinare il corrispettivo dell'offerta obbligatoria sulla base del criterio di valorizzazione dei titoli della *target* convenuto con il venditore, dal momento che il prezzo così individuato potrebbe non rappresentare un indice affidabile del valore di scambio dei titoli della *target*⁴⁷⁵.

In effetti, sebbene in apparenza un criterio definito convenzionalmente possa sembrare espressione dell'incontro delle contrapposte volontà contrattuali delle parti dell'accordo⁴⁷⁶, in realtà la sua predeterminazione risponde esclusivamente a un interesse del futuro offerente. A ben vedere, infatti, nell'operazione descritta, il venditore della partecipazione di controllo si trova in una posizione di sostanziale indifferenza rispetto alla preventiva determinazione di qualsivoglia parametro di valorizzazione dei titoli scambiati: una volta raggiunto l'accordo sul rapporto di cambio che intercorre fra gli stessi, infatti, egli sa che, a fronte della cessione delle azioni possedute nella società *target*, riceverà un certo quantitativo di strumenti finanziari dell'offerente e non ha motivo di curarsi del valore attribuito agli stessi dal contratto⁴⁷⁷. Naturalmente, lo scenario muta radicalmente se si assume la prospettiva

e di *Beta* corrispondono valori in euro pari a x e y rispettivamente, di modo che $xN = yn$. Per un esempio, si veda il provvedimento del Panel di Borsa Italiana s.p.a., istituito ai sensi della Scheda Sei del Regolamento Emittenti AIM, emesso in data 11 marzo 2019, in relazione all'OPA "statutaria" (cfr. nt. 61) promossa su società con titoli ammessi all'AIM Italia, citato alla nt. 292.

⁴⁷⁵ Astrattamente, per la valorizzazione dei titoli che entrano nello scambio, le parti potrebbero riferirsi ai prezzi medi registrati sul mercato regolamentato in un certo periodo, o al loro prezzo di chiusura in una particolare data (ad esempio, quella di definizione dell'accordo), così come potrebbero ricorrere a metodi "aziendalistici" (specialmente con riferimento ai titoli dell'offerente, qualora questi non siano quotati) o ibridi; esse potrebbero, inoltre, impiegare criteri omogenei per la valorizzazione di ciascuno strumento, oppure criteri diversi tra loro; infine, potrebbero calcolare anche un "premio di maggioranza" sui titoli della *target* ed, eventualmente, uno "sconto di minoranza" sui titoli dell'offerente. In linea di principio, infatti, qualsiasi metodo di stima può ritenersi valido; tuttavia, soltanto qualora la sua applicazione conduca a determinare il valore che le parti realmente attribuiscono agli strumenti finanziari trasferiti, esso può essere impiegato anche ai fini della fissazione del prezzo dell'OPA obbligatoria (v. *supra*, cap. II, § 4.1)

⁴⁷⁶ Sul punto si rinvia nuovamente al cap. II, § 4.1.

⁴⁷⁷ In effetti, riprendendo l'esempio di cui alla nt. 474, anche se anche si espungesse dal contratto di permuta la clausola con cui è stato convenzionalmente attribuito il valore x ai titoli di *Alfa* e di y ai titoli di *Beta*, l'equilibrio contrattuale non ne risulterebbe alterato, una volta definita l'equivalenza fra

dell'offerente, dal momento che il criterio convenzionale di valorizzazione delle azioni viene poi utilizzato per determinare il prezzo dell'offerta che l'operazione rende obbligatoria, in applicazione della *highest price paid rule*. In questa prospettiva, si comprende, quindi, che un'acquisizione così articolata potrebbe avere l'effetto di escludere dal prezzo più alto (formalmente) pagato una parte del valore che l'offerente attribuisce ai titoli della società bersaglio⁴⁷⁸; pertanto, occorre interrogarsi se sia in tal caso possibile ricorrere alla modifica del corrispettivo d'offerta, *ex artt.* 106, comma 3, lett. *d*), n. 2 t.u.f. e 47-*octies* Regolamento Emittenti.

Muovendo dalla definizione di fattispecie collusiva proposta in questo lavoro⁴⁷⁹, un primo ostacolo all'accertamento della sua sussistenza nel caso della permuta di titoli potrebbe teoricamente discendere dall'apparente assenza di una "pluralità di contratti". In realtà, se, da un lato, il dato formale dell'unicità o pluralità di documenti contrattuali non è decisivo (rilevando, piuttosto, l'unicità o pluralità di rapporti contrattuali)⁴⁸⁰, dall'altro, un'operazione con le caratteristiche descritte può essere, in realtà, scomposta in due distinti accordi: con il primo, il socio di controllo uscente cede all'offerente le azioni detenute nella *target* a un prezzo unitario di x (derivante dal criterio convenzionale di valorizzazione prescelto); con il secondo, l'offerente cede al socio di controllo uscente un certo numero di azioni proprie o di altra società del gruppo a un prezzo unitario di y (anch'esso derivante dal criterio convenzionale di valorizzazione prescelto)⁴⁸¹.

N titoli di *Alfa* e n titoli di *Beta* (in quanto, se è vero che $xN = yn$, è altrettanto vero che $2xN = 2yn$, così come $1/2xN = 1/2yn$ ecc.).

⁴⁷⁸ In altri termini, potrebbe presentarsi la medesima esigenza di tutela rintracciata *supra*, § 1.5.4, a proposito della *ratio* della modifica verso l'alto del prezzo d'offerta in caso di collusione.

⁴⁷⁹ Si veda, in particolare, l'indagine sugli elementi costitutivi della collusione svolta nei §§ da 1.5.1 a 1.5.3.

⁴⁸⁰ Cfr. nt. 387. Del resto, sarebbe del tutto irragionevole che l'applicazione di un particolare rimedio dipendesse dalla circostanza che le parti abbiano formalizzato le intese raggiunte in più documenti contrattuali, eventualmente sottoscritti contestualmente, invece che in uno solo.

⁴⁸¹ In assenza di predeterminazione di un criterio convenzionale di valorizzazione dei titoli, invece, non solo mancherebbe l'elemento della "pluralità di accordi", ma soprattutto non potrebbe ritenersi integrata un'ipotesi di collusione «tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori», dal momento che mancherebbe ogni coinvolgimento di questi ultimi

L'esistenza di una pluralità di accordi, allora, rende concepibile, sul piano logico, la realizzazione di un "travaso di valori"⁴⁸²: a fronte di un'eventuale sconto ottenuto sulla partecipazione di controllo nella società bersaglio (al quale corrisponderebbe una riduzione proporzionale del corrispettivo unitario da riconoscersi agli altri azionisti in sede di OPA), infatti, l'offerente concederebbe un correlativo sconto sui titoli trasferiti al socio di controllo uscente⁴⁸³. In questo modo, lo sbilanciamento tra i valori delle prestazioni nel primo accordo sarebbe compensato da uno sbilanciamento di segno opposto nel secondo, tale da ristabilire l'equilibrio contrattuale; come conseguenza si avrebbe che una parte del valore che l'offerente attribuisce ai titoli della società bersaglio sia scomputato dalla base di calcolo del prezzo d'offerta.

Poiché, alla luce di questa ricostruzione, nel caso in esame risulta integrato lo schema tipico della «collusione fra l'offerente e uno o più venditori», sembra possibile concludere che anche in presenza di operazioni sul controllo societario realizzate attraverso una permuta di titoli, con contestuale determinazione di un criterio convenzionale di valorizzazione degli strumenti scambiati che implichi una sottovalutazione delle azioni della *target*⁴⁸⁴, la Consob possa procedere all'aumento del corrispettivo d'offerta ai sensi degli artt. 106, comma 3, lett. *d*), n. 2 t.u.f. e 47-*octies* Regolamento Emittenti. È appena il caso di precisare che anche rispetto a questa ipotesi l'autorità di vigilanza è chiamata a provare la sussistenza di ciascuno degli elementi costitutivi della fattispecie (nei quali, come specificato, non rientra

nell'individuazione dei parametri per la determinazione del prezzo della successiva offerta (v. *supra*, § 1.5.3, a proposito delle parti necessarie dell'operazione collusiva).

⁴⁸² Infatti, come chiarito (cfr. § 1.5.2), se l'intera operazione fosse limitata al trasferimento della partecipazione di controllo dietro un corrispettivo in denaro, in quest'ultimo si esaurirebbe necessariamente l'utilità che il venditore trae dalla sua partecipazione all'affare.

⁴⁸³ Si è detto, infatti, che i vantaggi economici ulteriori, che l'offerente riconosce al venditore grazie all'inserimento nell'operazione di uno o più accordi collaterali, possono sostanziarsi, fra l'altro, in uno sconto sul prezzo dell'*asset* che il venditore acquisisce con il contratto collaterale, come avvenuto, ad esempio, nel caso Camfin (v. nt. 406).

⁴⁸⁴ Si tenga presente, tuttavia, che fini della collusione rileva esclusivamente la sottovalutazione rispetto al valore che le parti medesime attribuiscono a tali titoli (cfr. cap. II, § 4.1), e non anche un eventuale scostamento verso il basso rispetto ai valori "effettivi" o "di mercato" (cfr. nt. 187).

l'intenzionalità di eludere la *highest price paid rule*)⁴⁸⁵, con la possibilità di ricorrere a meccanismi presuntivi in ordine al “travasamento di valori”⁴⁸⁶, qui inteso come duplice scostamento dal valore che i contraenti stessi attribuiscono ai titoli oggetto di scambio.

2.1 Una sintesi delle indicazioni provenienti dall'analisi delle fattispecie rilevanti: la deviazione formale dalla *highest price paid rule* come strumento per ripristinare, sul piano sostanziale, il funzionamento della regola nella prospettiva dell'efficienza del mercato del controllo societario.

L'esame delle situazioni che possono dare luogo a una modifica, verso il basso oppure verso l'alto, del corrispettivo determinato sulla base della *highest price paid rule* consente ora di fornire una risposta all'interrogativo iniziale⁴⁸⁷: l'obbligo di promuovere un'OPA al prezzo più alto pagato costituisce un presidio adeguato dell'efficienza del mercato del controllo societario se e nella misura in cui tale prezzo rappresenti un indice affidabile del valore di scambio dei titoli della *target*⁴⁸⁸; qualora circostanze anomale, relative alle negoziazioni dei titoli medesimi sul mercato regolamentato⁴⁸⁹ o alla singola operazione⁴⁹⁰, alterino questa corrispondenza⁴⁹¹, una

⁴⁸⁵ Quanto meno se si condivide la tesi esposta nel § 1.5.3, che, tuttavia, si pone in contrapposizione con quella accolta da Cons. St. 9 novembre 2018, n. 6330 (v. nt. 426).

⁴⁸⁶ Sull'ammissibilità della prova per presunzioni nell'accertamento della collusione, cfr. nt. 419.

⁴⁸⁷ Cfr. § 1.1: se il corrispettivo determinato sulla base della *highest price paid rule* rappresenta l'indice più affidabile del valore di scambio dei titoli oggetto dell'offerta, come mai l'ordinamento preveda che da tale regola sia talora possibile discostarsi, modificando il prezzo dell'OPA obbligatoria?

⁴⁸⁸ Come emerge dalle riflessioni svolte nel cap. II, §§ 3.2 e 4.1 (in particolare nt. 186).

⁴⁸⁹ A questa prima ipotesi sono riconducibili le fattispecie analizzate nel § 1.2, relative all'influenza di eventi eccezionali o condotte manipolative sul prezzo dei titoli oggetto dell'offerta (artt. 47-ter, 47-quater e 47-novies Regolamento Emittenti).

⁴⁹⁰ A questa seconda ipotesi sono, invece, riconducibili le fattispecie oggetto di approfondimento nei §§ 1.3 (riduzione del prezzo d'offerta in caso di «particolari operazioni di compravendita», ex art. 47-quinquies Regolamento Emittenti), 1.4 (aumento del prezzo d'offerta in caso di «pattuizione per l'acquisto di titoli») e 1.5 (aumento del prezzo d'offerta in caso di collusione).

⁴⁹¹ In senso analogo si veda anche TUCCI, (nt. 311), 1045, nel testo e alla nota 99, il quale – pur prescindendo dalla prospettiva della tutela dell'efficienza del mercato del controllo societario – nel meccanismo di modifica del prezzo d'offerta al ricorrere di particolari circostanze trova conferma della normale corrispondenza tra prezzo più alto pagato e valore di scambio dei titoli della *target*.

rigida applicazione della *highest price paid rule* può condurre a risultati inefficienti, ponendo ulteriori ostacoli alla realizzazione di acquisizioni benefiche⁴⁹², ovvero aprendo la strada alla conclusione di trasferimenti dannosi⁴⁹³. In questi casi, allora, per ripristinare l'efficacia della regola sul piano sostanziale, occorre procedere agli opportuni aggiustamenti, modificando il corrispettivo d'offerta – rispettivamente al ribasso o al rialzo – nella misura necessaria a neutralizzare gli effetti delle circostanze anomale verificatesi⁴⁹⁴. In questa prospettiva, è agevole intuire le ragioni per cui gli artt. 47-ter ss. Regolamento Emittenti, nel dettare i parametri per la rideterminazione del corrispettivo d'offerta, non si limitino a disapplicare la *highest price paid rule*, ad esempio rinviando al criterio suppletivo di cui all'art. 106, comma 2, t.u.f.⁴⁹⁵, ma si sforzino di volta in volta di risalire al valore che la regola stessa avrebbe indicato, se non si fossero verificate le particolari circostanze che hanno reso necessario l'intervento modificativo⁴⁹⁶. Alla luce di simili considerazioni, le ipotesi di aumento e di riduzione del corrispettivo, ancorché oggetto di discipline (in parte) diversificate⁴⁹⁷, sembrano rispondere a una logica fondamentale comune⁴⁹⁸,

⁴⁹² In effetti, come chiarito (cfr. cap. I, § 2.5.3), nella disciplina dell'OPA obbligatoria è insito un problema di *over-deterrence*, nel senso che, anche in assenza di circostanze anomale, l'istituto dell'obbligo di offerta, in combinazione con la regola del prezzo più alto pagato, può precludere il compimento di operazioni che avrebbero creato valore per gli azionisti della *target*.

⁴⁹³ In presenza delle circostanze anomale considerate dall'art. 106, comma 3, lett. d), t.u.f., infatti, anche operazioni idonee a incidere negativamente sul valore dei titoli della *target* (normalmente precluse dall'operatività della *highest price paid rule*: cfr. cap. I, §§ 2.5.2 s. e cap. II, §§ 3.1 s., al di fuori del fenomeno delle *creeping acquisitions* di cui si è detto alla nt. 106) potrebbero essere portate a termine.

⁴⁹⁴ In particolare, la previsione della possibilità di ridurre il corrispettivo d'offerta nelle particolari circostanze di cui alla lett. c) dell'art. 106, comma 3, t.u.f. consente di attenuare l'effetto iper-deterrente insito nella disciplina dell'OPA obbligatoria (cfr. nt. 492, nonché le osservazioni svolte in merito nei §§ 1.2 s.), mentre la previsione della possibilità di aumentarlo nei casi considerati dalla successiva lett. d) permette di ristabilire l'attitudine dell'istituto a selezionare le sole operazioni efficienti per il mercato del controllo societario (cfr. nt. 493, oltre alle conclusioni raggiunte nei §§ 1.4 e 1.5.4).

⁴⁹⁵ A proposito della residualità di tale criterio, si rinvia all'analisi svolta nel cap. II, § 4.2.

⁴⁹⁶ Con esiti più o meno soddisfacenti, come evidenziato, ad es., nel § 1.2.

⁴⁹⁷ Sul punto si vedano le osservazioni svolte *supra*, § 1.1.

⁴⁹⁸ Quanto alla previsione, contemplata dagli artt. 106, comma 3, lett. c), n. 2 t.u.f. e 47-quinquies, comma 1, lett. b) Regolamento Emittenti, della riduzione del corrispettivo d'offerta nel caso in cui il prezzo più alto sia stato pagato in occasione di operazioni di salvataggio di società in crisi, ovvero di fusione e scissione, si è detto che la stessa risulta, in primo luogo, volta ad assicurare la coerenza complessiva del sistema (v. *supra*, § 1.3). Tuttavia, questa notazione non impedisce di scorgere nella

volta a ristabilire il corretto funzionamento della regola del prezzo più alto pagato nell'ambito della disciplina dell'OPA obbligatoria⁴⁹⁹.

In relazione agli elementi di differenziazione nella disciplina di ciascuna classe di ipotesi (richiamati nel § 1.1), tuttavia, non si può fare a meno di osservare che, al di là degli aspetti meramente procedurali⁵⁰⁰, soltanto il provvedimento di modifica verso l'alto del corrispettivo è subordinato alla verifica della sua necessità per la tutela degli investitori⁵⁰¹, mentre non compare alcuna precisazione del genere a proposito della modifica verso il basso⁵⁰². Da questo mero dato testuale sembra possibile trarre – ancora prima di analizzare la portata della precisazione in discorso⁵⁰³ – una prima indicazione sulla maggiore prudenza con cui l'ordinamento ammette che il prezzo dell'OPA obbligatoria possa essere *innalzato* (invece che diminuito) a seguito dell'intervento dell'autorità di vigilanza. Infatti, indipendentemente dall'ampiezza delle ricadute applicative dell'inciso «purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori», l'asimmetria creata dal suo impiego in

stessa anche uno strumento per attenuare l'effetto iper-deterrente della disciplina dell'OPA obbligatoria, in relazione ad operazioni sul controllo societario che presentano caratteri di eccezionalità, secondo il meccanismo evidenziato alla nt. 494.

⁴⁹⁹ L'identità di *ratio* tra le ipotesi di modifica verso il basso e quelle di modifica verso l'alto del corrispettivo d'offerta emerge anche in LENER, (nt. 13), 172 («in un caso e nell'altro il potere correttivo attribuito alla Commissione si propone la medesima finalità: tutelare il mercato in ipotesi di scorretta formazione dei prezzi», corsivo nel testo) e in DEL GATTO, (nt. 128), 299 («quando, al ricorrere di determinate circostanze, le finalità sottese alla regola del prezzo sono frustrate, la Consob ha il potere di rideterminare il prezzo dell'offerta in diminuzione o in aumento»).

⁵⁰⁰ In merito ai quali si rinvia alle considerazioni esposte nel § 1.1, *sub (i)*.

⁵⁰¹ Si richiama nuovamente il testo dell'art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f.: «[La Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui] l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato *purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori* e ricorra almeno una delle seguenti circostanze».

⁵⁰² L'art. 106, comma 3, lett. c) t.u.f., infatti, si limita a prevedere che «[La Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui] l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo inferiore a quello più elevato pagato, fissando i criteri per determinare tale prezzo e purché ricorra una delle seguenti circostanze», senza aggiungere alcun restrizione relativa, ad es., alla necessità dell'intervento per la tutela della libertà negoziale dell'offerente o dell'efficienza del mercato del controllo societario (v. cap. I, §§ 2.1 e 2.5 rispettivamente).

⁵⁰³ Il senso della precisazione e le sue conseguenze sulla natura del potere della Consob di aumentare il corrispettivo d'offerta saranno approfonditi *infra*, § 3.

relazione alle sole ipotesi di aumento del corrispettivo d'offerta segnala che sono queste ultime a richiedere alla Consob un esercizio più cauto del proprio potere⁵⁰⁴.

La notazione può suscitare un certo stupore, quanto meno se si muove da una concezione che rintraccia nelle esigenze di protezione degli azionisti di minoranza l'unico fondamento della disciplina dell'obbligo di offerta⁵⁰⁵: in effetti, ogni provvedimento che impone la promozione dell'OPA a un prezzo *superiore* a quello più alto pagato, *ex art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f.*, si risolve in un rafforzamento della tutela riconosciuta a tale categoria di soggetti, per cui, nella concezione in esame, non vi sarebbe motivo per subordinare la sua adozione a particolari restrizioni⁵⁰⁶. Per contro, accogliendo la tesi secondo cui l'istituto dell'OPA obbligatoria, attraverso la *highest price paid rule*, persegue anzitutto l'efficienza del mercato del controllo⁵⁰⁷, si comprende che l'aumento del corrispettivo d'offerta, accentuando l'effetto iper-deterrente insito nella disciplina⁵⁰⁸, comporta, in realtà, rischi maggiori della sua diminuzione⁵⁰⁹, sicché la circospezione con cui l'ordinamento ammette la possibilità di procedere a tale aumento risulta, in definitiva, giustificata.

⁵⁰⁴ Questa affermazione resterebbe valida finanche nell'ipotesi in cui non vi fossero ricadute applicative di sorta, come suggerito, ad es., da LENER, (nt. 13), 172, della cui posizione si dà conto alla nt. 506. In effetti, la semplice circostanza che un inciso di questo tipo sia stato inserito soltanto con riferimento alla rettifica in aumento (cfr. nt. 502) denota che l'ordinamento guarda alla stessa con maggiore diffidenza.

⁵⁰⁵ Per le tesi riconducibili alla concezione in discorso, cfr. cap. I, §§ 2.1 ss.

⁵⁰⁶ Una simile perplessità si ritrova, ad esempio, in LENER, (nt. 13), 172, il quale giunge, proprio sulla scorta dell'apparente irragionevolezza di una soluzione che subordini l'aumento del corrispettivo d'offerta alla verifica della sua necessità per la tutela degli investitori, a qualificare la previsione come «inciso ovvio», privo di qualsivoglia conseguenza applicativa. Sulla questione si tornerà *infra*, § 3.

⁵⁰⁷ Cfr. cap. I, §§ 2.5 ss. Si tenga presente, tuttavia, che tra le due concezioni non sussiste una contrapposizione netta, dal momento che protezione degli azionisti di minoranza e tutela dell'efficienza del mercato del controllo societario, come chiarito, si pongono in un rapporto di complementarietà e di interdipendenza.

⁵⁰⁸ Il costo connesso all'implementazione di una disciplina idealmente in grado di prevenire *tutte* le operazioni inefficienti consiste, infatti, nella preclusione anche di una parte delle operazioni potenzialmente efficienti per il mercato del controllo: sul punto si vedano, in particolare, le osservazioni espone nel cap. I, § 2.5.3.

⁵⁰⁹ Sul punto, sembra opportuno chiarire che la considerazione svolta nel testo discende dal confronto tra gli effetti del provvedimento di diminuzione e quelli del provvedimento di aumento del prezzo dell'OPA, ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. c) e d) rispettivamente, e non dalla comparazione tra i diversi presupposti che ne giustificano l'adozione. In altri termini, sostenere che la modifica verso

In quest'ottica, l'analisi del meccanismo di modifica del prezzo d'offerta pare fornire una conferma, sul piano della coerenza sistematica, alla lettura proposta nel presente lavoro, secondo la quale l'OPA obbligatoria tutela principalmente, ancorché non esclusivamente, l'interesse del mercato a un efficiente allocazione del controllo societario.

2.2 La natura non sanzionatoria del provvedimento di modifica verso l'alto.

La conclusione appena raggiunta, per cui il meccanismo di modifica del prezzo dell'OPA obbligatoria, in tutti i casi in cui è previsto (e, quindi, indipendentemente dalla direzione della modifica), è volto a ripristinare il corretto funzionamento della *highest price paid rule*, consente di fare chiarezza su un'ulteriore questione controversa, relativa alla natura dell'intervento della Consob nell'ipotesi di rideterminazione al rialzo del corrispettivo, *ex art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f.* In proposito, infatti, è stato sostenuto (per la prima volta in sede giudiziaria⁵¹⁰, con specifico riferimento a un'ipotesi di collusione⁵¹¹) che il provvedimento, con cui l'autorità di vigilanza impone all'offerente di promuovere l'OPA a un prezzo superiore a quello più alto (formalmente) pagato, avrebbe carattere sanzionatorio. La

l'alto del corrispettivo comporti rischi maggiori della sua modifica verso il basso non implica una presa di posizione in ordine al grado di "pericolosità" delle condotte che possono dare luogo all'una e all'altra. In effetti, è innegabile, ad esempio, che la stipulazione di accordi paralleli fra l'offerente e il gruppo di controllo uscente (cfr. §§ 1.5 ss.) presenti profili assai più problematici, sul piano della trasparenza e dell'integrità del mercato, dell'attività di negoziazione per conto proprio di un intermediario finanziario (cfr. § 1.3). Tuttavia: (i) il discorso non può essere riproposto per qualsiasi fattispecie di cui alla lett. d), nel confronto con qualsiasi fattispecie di cui alla lett. c), se non altro perché la manipolazione dei prezzi di mercato, inclusa in entrambi gli elenchi, desta lo stesso livello di allarme se posta in essere, ad es., dagli amministratori della *target* (v. nt. 305), invece che dal futuro offerente (v. nt. 326); (ii) non è detto che il rimedio della modifica autoritativa del prezzo d'offerta sia il migliore strumento di reazione a condotte patologiche che compromettono la trasparenza e l'integrità dei mercati finanziari (sulla questione si tornerà *infra*, §§ 4 ss.).

⁵¹⁰ Delle censure che derivano da tale impostazione, mosse dall'offerente con il proprio ricorso, dà conto T.A.R. Lazio, 19 marzo 2014, n. 3009 (nell'ambito della vicenda legata all'OPA su Camfin, brevemente ricostruita alla nt. 367).

⁵¹¹ La questione, tuttavia, potrebbe astrattamente riguardare tutte le ipotesi di cui all'art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f. (e quindi anche la «pattuizione per l'acquisto di titoli» e il «fondato sospetto di manipolazione»).

tesi, tuttavia, non è stata accolta dalla giurisprudenza che si è confrontata con i profili applicativi del rimedio in esame⁵¹² e non appare condivisibile neppure in questa sede. In effetti, la circostanza che il potere dell'autorità di vigilanza di ridurre il prezzo d'offerta nei casi previsti dalla lett. c) dell'art. 106, comma 3, t.u.f. e quello di aumentarlo nei casi previsti dalla successiva lett. d) assolvano alla medesima funzione, induce a ritenere che si tratti, in realtà, del medesimo potere (o, quanto meno, di poteri omogenei)⁵¹³; ad esso, allora, non può essere riconosciuta alcuna valenza sanzionatoria, per l'ovvia ragione che il suo esercizio, qualora comporti l'adozione di un provvedimento di rideterminazione *al ribasso* del corrispettivo dell'OPA, procurerebbe al suo destinatario (ossia all'offerente) un vantaggio, in termini di minor costo dell'operazione, che in nessun modo potrebbe essere considerato alla stregua di una sanzione.

A ben vedere, tuttavia, neppure il provvedimento che determini l'aumento autoritativo del prezzo d'offerta, pur comportando un aggravio dei costi che l'offerente deve prepararsi a sostenere, può essere equiparato a una misura sanzionatoria⁵¹⁴. In effetti, se con sanzione si intende una reazione dell'ordinamento che pone il soggetto sanzionato in una condizione peggiore di quella in cui si sarebbe trovato se non avesse commesso l'illecito⁵¹⁵, a tale nozione non appare riconducibile un provvedimento volto a porre il destinatario *nella stessa situazione* che si sarebbe verificata se non fossero intervenute le circostanze anomale che hanno che hanno

⁵¹² L'orientamento, inaugurato dalla richiamata pronuncia T.A.R. Lazio, 19 marzo 2014, n. 3009 e ripreso, in sede civile, da Trib. Genova, 8 novembre 2016, ord. e 28 luglio 2017, ha trovato definitiva conferma in Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330.

⁵¹³ Questa lettura, del resto, è la più coerente con la previsione comunitaria di cui all'art. 5, par. 4, secondo alinea, direttiva OPA, che, come anticipato (v. nt. 291), detta una disciplina unitaria della modifica autoritativa del prezzo d'offerta, senza effettuare alcuna distinzione sulla base della direzione della stessa.

⁵¹⁴ Si badi che dal carattere autoritativo del provvedimento con cui il prezzo d'offerta è rideterminato dalla Consob non è possibile inferire la natura di sanzione dello stesso: in questo senso anche Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330.

⁵¹⁵ Sulla nozione di sanzione accolta nel testo cfr., per tutti, HART, *The concept of law*, The Clarendon Press, 1961, 33.

reso necessaria l'adozione del provvedimento medesimo⁵¹⁶. Per effetto dell'aumento del corrispettivo imposto dalla Consob, infatti – se il potere di rettifica è esercitato nel modo corretto⁵¹⁷ – l'offerente è chiamato a riconoscere agli azionisti di minoranza esattamente il prezzo che l'immediata applicazione della *highest price paid rule* avrebbe indicato in assenza di pattuizioni collaterali o condotte manipolative⁵¹⁸ (e non un prezzo superiore)⁵¹⁹.

La soluzione accolta appare, peraltro, confortata da ulteriori elementi di carattere testuale, logico e sistematico. A livello testuale, la natura non sanzionatoria del provvedimento di rideterminazione al rialzo del corrispettivo d'offerta risulta particolarmente evidente in relazione all'ipotesi di «fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione»⁵²⁰. Anzitutto, in un contesto in cui le norme non attribuiscono alcuna rilevanza all'identità dell'autore della manipolazione⁵²¹, sarebbe del tutto irragionevole applicare una misura afflittiva all'offerente⁵²², qualora l'influenza sul prezzo dei titoli derivi da condotte

⁵¹⁶ Nello stesso senso anche PALLADINO, (nt. 293), 188, con esclusivo riferimento all'ipotesi di collusione (in cui, con ogni evidenza, le anomalie della singola operazione sono riconducibili alla condotta dell'offerente: cfr. §§ 1.5.1 ss.): «La rettifica al rialzo del prezzo dell'offerta pubblica non incide in alcun modo sulla sfera patrimoniale dell'offerente, se non nella misura strettamente necessaria a sterilizzare la sua condotta abusiva: una volta accertata la presenza del sodalizio collusivo in danno degli azionisti di minoranza, alla CONSOB spetta, infatti, soltanto il compito di ripristinare l'assetto economico stabilito dal legislatore, non potendo in nessun caso la rettifica del prezzo dell'OPA superare la differenza tra il corrispettivo effettivamente pagato al venditore e il valore formale di acquisto comunicato al mercato dall'offerente. L'offerente non subisce pertanto alcun pregiudizio patrimoniale ulteriore rispetto a quello da lui stesso cagionato al mercato, difettando il requisito fondamentale affinché la rettifica *ex post* del prezzo dell'offerta pubblica possa considerarsi come una misura afflittiva».

⁵¹⁷ In proposito, si rinvia al § 3 con riferimento ai vincoli all'esercizio del potere della Consob e al sindacato giurisdizionale sullo stesso, nonché ai §§ 4 ss. per quanto riguarda i rimedi esperibili a fronte di una rettifica insufficiente del prezzo.

⁵¹⁸ Sul punto si vedano le conclusioni raggiunte nel § 2.1.

⁵¹⁹ Il confine tra sanzioni amministrative e misure diverse è tracciato dalla giurisprudenza della Corte di giustizia europea proprio nella finalità repressiva o ripristinatoria del tipo di strumento applicato: così PERASSI – D'AMBROSIO, *Le sanzioni amministrative*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, Zanichelli, 2020, 2284.

⁵²⁰ Cfr. artt. 106, comma 3, lett. d) t.u.f. e 49-*novies* Regolamento Emittenti.

⁵²¹ Sul punto v. *supra*, § 1.2.

⁵²² È pur vero che la tipizzazione del «fondato sospetto» operata dall'art. 47-*quater* Regolamento Emittenti rende improbabile che l'offerente sia del tutto all'oscuro della sussistenza del presupposto in

manipolative poste in essere in via autonoma da soggetti terzi⁵²³; a ciò si aggiunga che, se il rimedio in esame fosse assimilabile a una sanzione, l'art. 106, comma 3, lett. d), n. 4 t.u.f. non ne prevedrebbe l'applicazione in caso di mero "sospetto" – ancorché "fondato" – di manipolazione, ma richiederebbe la piena prova della condotta abusiva⁵²⁴.

Sul piano logico, inoltre, la rilevanza esclusivamente oggettiva dei presupposti per la rideterminazione⁵²⁵, anche al rialzo, del prezzo dell'OPA stride con una concezione prettamente sanzionatoria del potere in esame: in effetti, non apparirebbe coerente sostenere, da un lato, che ogni indagine relativa all'elemento psicologico sia superflua ai fini dell'applicazione del rimedio in discorso⁵²⁶ e affermare, dall'altro, che tale rimedio sia qualificabile come sanzione⁵²⁷.

A livello sistematico, infine, è stato osservato che, se la modifica verso l'alto valesse a sanzionare la conclusione di un'operazione con determinate caratteristiche, analoghe conseguenze di carattere "punitivo" dovrebbero essere previste nei confronti di tutte le parti coinvolte (quali i promissari alienanti nella «pattuizione per l'acquisto di

questione, per cui è ben possibile che questi, acquistando i titoli della *target* a un prezzo inferiore al valore di scambio, abbia consapevolmente tratto vantaggio dagli effetti delle condotte manipolative, ancorché indipendenti dal suo operato; tuttavia: (i) non è possibile escludere a priori l'ignoranza della circostanza in questione da parte dell'offerente; (ii) è facilmente sostenibile che la consapevolezza dell'anomalia nelle negoziazioni non sia un elemento sufficiente per applicare una misura sanzionatoria ad un soggetto diverso rispetto a colui che l'ha provocata.

⁵²³ Qualora, invece, risulti accertato che la condotta manipolativa è stata posta in essere dall'offerente o da persona che ha agito di concerto con lo stesso, troveranno applicazione gli artt. 185 (se il fatto costituisce reato) e 187-ter t.u.f. In proposito, cfr. *infra*, § 5.

⁵²⁴ Sull'operatività delle garanzie del "giusto processo", ex art. 111 Cost., nell'ambito dei procedimenti a carattere sanzionatorio che si svolgono dinnanzi alle autorità indipendenti, cfr. MERUSI, *Giustizia amministrativa e autorità amministrative indipendenti*, in *Dir. amm.*, 2002, 181.

⁵²⁵ Si veda in proposito si rinvia a quanto sostenuto *supra* in ordine alle condotte manipolative (§ 1.2) e, soprattutto, alla collusione (§§ 1.5 ss.). In entrambi i casi, infatti, né il t.u.f., né il Regolamento Emittenti si soffermano sulla finalità che ispira la condotta rilevante, attribuendo rilevanza esclusivamente ai suoi effetti obiettivi sul prezzo d'offerta.

⁵²⁶ Sul punto si vedano, in particolare, le riflessioni svolte nel § 1.5.3.

⁵²⁷ In senso analogo ABU AWWAD, (nt. 293),172.

titoli» e il venditore della partecipazione di controllo nella collusione)⁵²⁸. L'argomento non è, in sé, decisivo, ma rappresenta comunque una valida obiezione al tentativo di attribuire carattere sanzionatorio al provvedimento con cui la Consob impone l'adeguamento del prezzo dell'OPA obbligatoria. Più significativa risulta, forse, la lettura della relazione illustrativa al decreto correttivo 146/2009⁵²⁹, che, nell'esporre le ragioni della scelta di eliminare dalle ipotesi di rideterminazione al rialzo del prezzo d'offerta il riferimento alle «operazioni volte ad eludere l'obbligo di offerta pubblica di acquisto», afferma che la finalità sanzionatoria, propria della previsione abroganda, sia invece estranea alla *ratio* del rimedio di cui all'art. 106, comma 3, lett. d)⁵³⁰. Da quanto detto emerge che, almeno nelle intenzioni del legislatore storico⁵³¹ (e con i limiti connaturati a tale criterio ermeneutico)⁵³², la rettifica del prezzo d'offerta non persegue alcun obiettivo di tipo afflittivo o repressivo.

Alla medesima conclusione, del resto, si perviene attraverso il c.d. *Engel criteria test*, elaborato dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo come strumento di verifica della

⁵²⁸ Cfr. T.A.R. Lazio, 19 marzo 2014, nn. 3009, 3011, 3012 nella vicenda relativa all'OPA su Camfin, con argomentazione riproposta da Trib. Genova, 8 novembre 2016, ord. con riferimento all'OPA di Hitachi su Ansaldo STS.

⁵²⁹ Il contenuto del decreto è richiamato alle nt. 227 e 429.

⁵³⁰ Cfr. Relazione illustrativa al d. lgs. 25 settembre 2009, n. 146, art. 2, comma 1, lett. c): «Tale norma [l'art. 106, comma 3, lett. d), n. 3 t.u.f., ndr] non risulta di derivazione comunitaria e consente alla Consob di aumentare il prezzo al quale deva essere promossa l'offerta obbligatoria in caso di operazioni in elusione del predetto obbligo. Essa, invece che delegare la Consob a individuare il "prezzo equo" [...], sembrerebbe attribuire alla Consob il potere di incrementare il prezzo più alto pagato "a fini sanzionatori". Difatti, un conto è accertare i prezzi o acquisti occulti per individuare il "vero" prezzo più alto pagato [ad es. se una parte del corrispettivo è celata con la stipula di un contratto collaterale collegato al contratto di compravendita azionaria, sarà possibile intervenire in merito a tale fattispecie utilizzando il potere di rettifica del prezzo in caso di attività collusive previsto dall'art. 106, comma 3, lettera d), numero 2)] altra cosa è stabilire un surplus di prezzo "a fini sanzionatori"».

⁵³¹ Il dato è valorizzato da Trib. Genova, 8 novembre 2016, ord. e da Trib. Genova, 28 luglio 2017.

⁵³² Cfr., ad es., Corte Cost., 18 gennaio 1977, n. 34: «È agevole opporre, infatti, che i lavori preparatori - anche quando il loro tenore è inequivoco - pur non essendo privi di rilievo, non rivestono tuttavia importanza decisiva ai fini della ricostruzione del significato da attribuire alle norme giuridiche, poiché queste, una volta emanate, assumono un valore autonomo e vanno quindi interpretate non già secondo le opinioni personali dei partecipanti alla loro elaborazione, ma secondo il contenuto che risulta dalla loro formulazione e dal sistema nel quale sono inserite». In senso analogo, con specifico riferimento alle "relazioni ministeriali", si veda SACCO, *Interpretazione del diritto*, in *Digesto delle discipline privatistiche*, Utet, 2012, 612.

natura “sostanzialmente” sanzionatoria di un provvedimento a carattere autoritativo⁵³³ ed impiegato dal Consiglio di Stato⁵³⁴ per escludere la natura afflittiva della rideterminazione al rialzo del corrispettivo d’offerta in caso di collusione⁵³⁵.

Nell’univocità del quadro così delineato, si conferma, allora, che il rimedio di cui all’art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f. non ha natura di sanzione, in quanto si limita a riportare il corrispettivo dell’OPA obbligatoria al valore che, in assenza della collusione o della diversa circostanza considerata, sarebbe derivato dall’immediata applicazione della regola del prezzo più alto pagato⁵³⁶; in questo senso, il provvedimento di rettifica al rialzo si configura, piuttosto, come una misura conformativa con finalità prevalentemente restitutoria⁵³⁷.

⁵³³ Corte EDU, 8 giugno 1976, Engel ed altri c. Paesi Bassi, su cui v. PALIERO, “Materia penale” e illecito amministrativo secondo la Corte eur. dir. uomo: una questione classica a una svolta radicale, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1985, 894.

⁵³⁴ Nel testo si fa riferimento alla richiamata pronuncia Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330; per un approfondimento relativo all’applicazione del c.d. *Engel criteria test* all’intervento della Consob sul prezzo d’offerta ex art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f., cfr. PALLADINO, (nt. 293), 188, nonché FOFFANI, (nt. 293), 563, il quale, proprio sulla base dei c.d. “criteri Engel”, distingue, nell’ambito della «funzione istituzionale della Consob di “regolazione economica del mercato finanziario”», tra i provvedimenti sanzionatori in tema di abusi di mercato e la rettifica del prezzo d’offerta di cui all’art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f.

⁵³⁵ Dalla conclusione che il potere della Consob sul prezzo dell’OPA si esplica attraverso un provvedimento che non ha carattere sanzionatorio, discendono (i) l’inapplicabilità delle garanzie proprie dei procedimenti sanzionatori (cfr. Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330; in proposito si segnalano, tuttavia, la posizione critica di DEL GATTO, nt. 128, 302, rispetto all’obbligo di comunicare l’avvio del procedimento a tutti gli interessati, e la puntuale replica di PALLADINO, nt. 293, 189); (ii) la giurisdizione del giudice amministrativo per il controllo di legittimità – e non a quello della Corte d’Appello territorialmente competente, come, invece, disposto dalla sentenza Corte Cost. 27 giugno 2012, n. 162 per gli atti di esercizio del potere sanzionatorio dell’autorità di vigilanza; in tema, cfr., per tutti, GENOVESE, *Il controllo del giudice sulla regolazione finanziaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, 50.

⁵³⁶ In questo senso si veda, espressamente, T.A.R. Lazio, 19 marzo 2014, n. 3009: «l’accertamento dell’esistenza di un accordo collusivo (...) è il presupposto di fatto per l’esercizio del potere di rettifica del prezzo, la cui finalità è esclusivamente quella di ristabilire una situazione di equità a tutela degli azionisti di minoranza, facendo ad essi conseguire lo stesso vantaggio spuntato dal possessore di una partecipazione rilevante o di controllo».

⁵³⁷ In questi termini si esprime Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330: «Su queste basi, la rettificazione del prezzo disposto dalla Consob non ha natura di sanzione amministrativa, né di pena in senso convenzionale, trattandosi invece di una misura conformativa avente la finalità preminente di “restituire” agli azionisti di minoranza le condizioni di scelta economica che il mercato avrebbe espresso ove non fosse stato perturbato dall’asserito comportamento collusivo di offerente e venditore». Come sottolineato da ABU AWWAD, (nt. 293), 172, la posizione assunta dal Consiglio di Stato nella pronuncia richiamata appare, per vero, contraddittoria, nella misura in cui, pur affermando

3.1 Il potere della Consob di correggere il prezzo dell'OPA obbligatoria: discrezionalità tecnica e discrezionalità amministrativa.

Al fine di ripristinare l'efficacia della *highest price paid rule*, la Consob deve procedere alla modifica del corrispettivo d'offerta – verso l'alto o verso il basso – nella misura strettamente necessaria a sterilizzare gli effetti sul medesimo delle circostanze anomale che hanno reso necessario il suo intervento (v. § 2.1); in particolare, dalla conclusione che l'aumento autoritativo del corrispettivo medesimo non ha natura di sanzione (v. § 2.2) discende che l'autorità di vigilanza, nell'esercizio del proprio potere di rettifica, non possa eccedere tale misura⁵³⁸, in una prospettiva di prevenzione generale o speciale, neppure qualora ravvisi profili patologici nella condotta dell'offerente⁵³⁹. In questo senso, le disposizioni del Regolamento Emittenti che dettano i criteri a cui l'autorità di vigilanza deve attenersi per rideterminare il prezzo dell'OPA obbligatoria mirano a ricostruire *ex post* il valore che sarebbe stato individuato sulla base della *highest price paid rule*, se non si fossero verificate anomalie nelle negoziazioni sul mercato o nella singola operazione da cui è sorto l'obbligo d'offerta⁵⁴⁰.

Alcuni dei criteri definiti dalle disposizioni in esame sono di immediata applicazione, in quanto si limitano a richiedere lo scomputo di una particolare compravendita

la natura rimediabile e regolatoria del provvedimento di rettifica del prezzo d'offerta, impone alla Consob l'onere di provare la finalità elusiva delle regole sul prezzo dell'OPA obbligatoria in capo a tutti i partecipanti all'operazione collusiva (in proposito si rinvia a quanto esposto *supra*, § 1.5.3, in particolare nt. 426).

⁵³⁸ Cfr. PALLADINO, (nt. 293), 188.

⁵³⁹ In effetti, la tesi sostenuta in questa sede, per cui i presupposti della rideterminazione al rialzo del prezzo d'offerta possono risultare integrati anche in assenza di condotte illecite dell'offerente e delle persone che agiscono di concerto, non arriva a negare che simili aspetti patologici possano, nel caso concreto, risultare sussistenti. Questo avverrebbe, ad es., nel caso in cui la manipolazione sia stata realizzata dallo scalatore stesso per contenere i costi associati alla promozione dell'offerta, ovvero la collusione sia stata realizzata clandestinamente, per occultare una parte dei vantaggi trasferiti al venditore del pacchetto di controllo; a proposito degli strumenti di reazione più adeguati a tali ipotesi, v. *infra*, §§ 4 ss.

⁵⁴⁰ Si vedano gli artt. da 47-ter a 47-quinquies per la rettifica verso il basso e da 47-septies a 47-novies per la rettifica verso l'alto, analizzati nei §§ 1.2 ss.

dalla serie storica degli acquisti rilevanti⁵⁴¹, ovvero a imporre la sostituzione del corrispettivo indicato nel documento d'offerta con il corrispettivo risultante da un diverso documento contrattuale⁵⁴²; altri esigono, invece, la puntuale ricostruzione, ad opera della Consob, delle conseguenze della perturbazione del mercato sulle negoziazioni dei titoli⁵⁴³, ovvero dell'effettiva volontà contrattuale delle parti⁵⁴⁴, eventualmente ricorrendo a metodi presuntivi⁵⁴⁵. In entrambi i casi, tuttavia, l'autorità di vigilanza, per stabilire il *quantum* della rettifica, al rialzo o al ribasso, dispone di una discrezionalità meramente tecnica⁵⁴⁶, dal momento che è chiamata ad

⁵⁴¹ Così nelle due ipotesi disciplinate dall'art. 47-*quinquies* Regolamento Emittenti, il cui secondo comma prevede che «il prezzo dell'offerta rettificato in diminuzione dalla Consob *non tiene conto*» del prezzo pagato per gli acquisti effettuati nell'ambito dell'attività di negoziazione per conto proprio (comma 1, lett. *a*), ovvero in occasione delle operazioni di salvataggio di società in crisi o di fusione/scissione (comma 1, lett. *b*). In proposito si rinvia alle considerazioni esposte nel § 1.3.

⁵⁴² Così, invece, nella «pattuizione per l'acquisto di titoli», in relazione alla quale l'art. 47-*septies* Regolamento Emittenti prevede semplicemente che «il prezzo dell'offerta è quello pattuito per l'acquisto dei titoli» (cfr. § 1.4). Non è escluso, tuttavia, che l'individuazione del «prezzo pattuito» possa richiedere un'analisi più approfondita dei termini dell'accordo contrattuale, al pari di quanto può avvenire nell'ipotesi in cui il pacchetto controllo sia trasferito con accordi fuori mercato di particolare complessità (in proposito si veda il cap. II, § 6).

⁵⁴³ Nel testo si allude alle ipotesi di modifica, verso l'alto o verso il basso, del prezzo d'offerta, quando il prezzo dei titoli è stato influenzato da eventi eccezionali o condotte manipolative – sia nel caso in cui trovi applicazione il criterio dello scomputo dei prezzi effettivamente influenzati dalla fattispecie rilevanti, *ex art. 47-ter*, comma 2, lett. *a*) Regolamento Emittenti, sia nel caso in cui operi il diverso criterio del prezzo medio ponderato di mercato, calcolato sulla base dell'andamento del titolo nei quindici giorni antecedenti e nei quindici giorni successivi al verificarsi della fattispecie rilevante, con esclusione delle sedute influenzate dalla stessa, *ex artt. 47-ter*, comma 2, lett. *b*) e 47-*novies* Regolamento Emittenti. Sul punto si veda il § 1.2, in particolare alla nt. 316.

⁵⁴⁴ È questo il caso della «collusione fra l'offerente e uno o più venditori», atteso che l'art. 47-*octies* Regolamento Emittenti, nel disporre che «il prezzo dell'offerta è prezzo dell'offerta è *pari a* quello accertato», esige, da parte della Consob, la stima dell'entità del «travasamento di valori», inteso come duplice scostamento dai valori che i contraenti stessi attribuiscono agli *asset* trasferiti (dal momento che il prezzo «accertato» si ottiene dalla somma fra il corrispettivo riportato nel contratto principale e i vantaggi ulteriori accordati mediante le pattuizioni collaterali, divisa per il numero di azioni trasferite: cfr. §§ 1.5.2 e 1.5.4).

⁵⁴⁵ Sul punto si rinvia alla nt. 419, con riferimento all'ammissibilità della prova per presunzioni nell'accertamento della collusione.

⁵⁴⁶ In questo senso, espressamente, Trib. Genova, 28 luglio 2017. Secondo la tesi tradizionale (v., per tutti, CARINGELLA, *Manuale di diritto amministrativo*, Dike Giuridica Editrice, 2017, 1221), la c.d. «discrezionalità tecnica» ricorre quando «l'esame di fatti o situazioni rilevanti per l'azione amministrativa necessita del ricorso a cognizioni tecniche e scientifiche di carattere specialistico», la cui applicazione, però, non garantisce necessariamente un risultato univoco; essa si distingue, sul piano concettuale, dalla «discrezionalità amministrativa», la quale presuppone uno spazio valutativo e decisionale in capo alla pubblica amministrazione, implicando una vera e propria facoltà di scelta tra

applicare cognizioni specialistiche per individuare la misura della rettifica che permette di ripristinare esattamente il funzionamento della *highest price paid rule*⁵⁴⁷.

È discusso, invece, se l'autorità goda anche di discrezionalità amministrativa sull'*an* della correzione *al rialzo* del prezzo⁵⁴⁸. In effetti, l'inciso «purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori» – che, come si è già avuto modo di sottolineare⁵⁴⁹, accompagna soltanto le ipotesi di modifica verso l'alto del corrispettivo d'offerta – sembrerebbe introdurre, in relazione alle stesse, un margine di apprezzamento della Consob sull'opportunità del suo intervento⁵⁵⁰. In altre parole, la rettifica in aumento del prezzo dell'OPA (al contrario della rettifica in diminuzione) non sarebbe una conseguenza obbligata dell'accertamento della sussistenza dei presupposti indicati dall'art. 106, comma 3, lett. *d*) t.u.f., perché all'autorità di vigilanza sarebbe rimessa una valutazione discrezionale circa la *necessità* della correzione in questione per il perseguimento dell'obiettivo di tutela degli investitori⁵⁵¹, che entrerebbe così nel bilanciamento con gli ulteriori interessi in gioco⁵⁵².

più comportamenti giuridicamente leciti per il soddisfacimento dell'interesse pubblico, attraverso una comparazione degli interessi rilevanti (ID., *op. cit.*, 1209).

⁵⁴⁷ Sul piano del *quantum*, è bene segnalare sin d'ora la differenza fra la previsione in esame e l'art. 110, comma 1-*bis* t.u.f., che assegna alla Consob un margine di discrezionalità amministrativa (v. nt. precedente) *anche* (v. *infra* nel testo e nt. 554) nella quantificazione del corrispettivo dell'OPA c.d. "riparatoria". In effetti, mentre gli artt. 47-*ter* ss. Regolamento Emittenti indicano precisamente a quali parametri attenersi per determinare la misura della rettifica (v. nt. 540 ss.), la disposizione richiamata attribuisce all'autorità di vigilanza il potere di stabilire il prezzo dell'offerta di cui impone la promozione «anche tenendo conto del prezzo di mercato dei titoli».

⁵⁴⁸ L'astratta possibilità di affermare il carattere discrezionale del potere della Consob di correggere al rialzo il prezzo d'offerta dipende, tra l'altro, dal riconoscimento della sua natura *non sanzionatoria*; in effetti, per giurisprudenza costante l'accertamento della sanzione non comporta l'esercizio di discrezionalità amministrativa (cfr., *ex multis*, Cass., Sez. un., 24 febbraio 1978, n. 926 e 19 aprile 1990, n. 3271, nonché, più di recente, Cass., Sez. lav., 11 aprile 2003, n. 5790).

⁵⁴⁹ V. *supra*, §§ 1.1 e 2.1.

⁵⁵⁰ Questa concezione è esplicitamente accolta sia da T.A.R. Lazio 19 marzo 2014, nn. 3009, 3011, 3012, che da Trib. Genova, 8 novembre 2016, ord. e 28 luglio 2017. In dottrina, la tesi è condivisa da DE BIASI, (nt. 284), 211 e TRISCORNIA, (nt. 264), 439, nota 10, mentre ABU AWWAD, (nt. 293), 175, assume una posizione dubitativa sul punto.

⁵⁵¹ Cfr. T.A.R. Lazio 19 marzo 2014, n. 3009: «la rettifica del prezzo non è una conseguenza vincolata dell'accertamento dell'esistenza di un accordo "collusivo" bensì scaturisce da una valutazione discrezionale della Commissione».

⁵⁵² Sulla ponderazione comparativa tra interesse primario e interessi secondari insita nell'esercizio della discrezionalità amministrativa, cfr. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, vol. 2, Giuffrè, 1993, 47.

A livello teorico, non è da escludersi che l'ordinamento possa riconoscere all'autorità di vigilanza un potere propriamente discrezionale nel campo delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie⁵⁵³: questo avviene già, ad esempio, in relazione all'OPA c.d. "riparatoria"⁵⁵⁴ e in materia di esenzioni⁵⁵⁵.

È ipotizzabile, tuttavia, una lettura alternativa dell'inciso in esame, secondo la quale esso rappresenterebbe una precisazione ovvia – e superflua – del diverso impatto sugli azionisti di minoranza di una correzione in diminuzione o in aumento del prezzo d'offerta. In questo senso, la scelta legislativa di inserire tale precisazione solo in relazione alla seconda classe di ipotesi varrebbe esclusivamente a sottolineare la diversità degli effetti del rimedio rispetto agli oblati, che trarrebbero immediato

⁵⁵³ Sul punto cfr. TRISCORNIA, (nt. 264), 439, ove l'Autore constata la presenza di «ambiti in cui il legislatore ha attribuito alla Consob poteri connotati da discrezionalità non solo tecnica ma anche amministrativa», sia pure «estremamente limitati».

⁵⁵⁴ In effetti, l'art. 110, comma 1-bis, t.u.f. dispone che la Consob, in caso di violazione delle prescrizioni in materia di OPA obbligatoria, «può imporre» allo scalatore, in alternativa all'alienazione delle partecipazioni eccedenti (art. 110, comma 1, t.u.f.), «la promozione dell'offerta totalitaria al prezzo da essa stabilito», dopo aver vagliato, tra l'altro, «[le] ragioni del mancato adempimento, [gli] effetti che conseguirebbero all'alienazione e [le] modifiche intervenute nella compagine azionaria». In effetti, la disposizione sembra subordinare l'esercizio del potere dell'autorità di vigilanza a una valutazione comparativa di interessi (v. nt. 552), al fine di stabilire l'opportunità del proprio intervento (per questa lettura cfr. Trib. Genova, 11 maggio 2016, ord., nonché TUCCI, *Inadempimento degli obblighi*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. Stella Richter jr., Giappichelli, 2011, 276 e DELLA TOMMASINA, nt. 64, 776).

⁵⁵⁵ In particolare l'art. 106, comma 6, t.u.f. conferisce alla Consob il potere di accordare un'esenzione dall'obbligo di promuovere l'offerta nei casi riconducibili a quelli previsti dal precedente comma 5, ma che non ricadano espressamente nella disciplina regolamentare attuativa, lasciando all'autorità di vigilanza un margine di apprezzamento propriamente discrezionale (così TRISCORNIA, nt. 264, 439, nota 10). Con riferimento all'art. 107, comma 1, lett. c), t.u.f., che subordina l'efficacia esimente dell'OPA preventiva parziale, tra l'altro, alla circostanza che «la Consob accordi l'esenzione, previa verifica della sussistenza delle [altre] condizioni indicate» dalla norma, invece, è controversa in dottrina la sussistenza di un ambito di discrezionalità amministrativa in capo all'autorità di vigilanza: in senso favorevole si pronunciano DRAGHI, (nt. 49), 1001 e CANNELLA, sub art. 107, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza: D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, a cura di Marchetti e Bianchi, Giuffrè, 1999, 400 (si badi che il testo dell'art. 107, comma 1, lett. c) t.u.f. non ha subito modifiche dall'introduzione del Testo Unico ad oggi); *contra*, ENRIQUES, (nt. 4), 178 e COSTI, (nt. 1), 103. Assume una posizione intermedia, per cui la Consob può negare l'esenzione, malgrado la soddisfazione delle condizioni sostanziali e procedurali richieste dalla norma, in presenza di «fatti sospetti, tali da contrastare gli obiettivi della legislazione in tema di offerte obbligatorie», WEIGMANN, sub art. 107, in *Testo Unico della Finanza, Commentario*, diretto da G. F. Campobasso, II, Utet, 2002, 926. Sulla questione, tuttavia, appare decisiva, quanto meno sul piano fattuale, l'opinione espressa dalla stessa autorità di vigilanza, che qualifica il proprio potere come «meramente formale, di verifica della sussistenza dei requisiti già previsti dalla legge» (cfr. comunicazione 8 agosto 2008, n. DEM/8076186).

vantaggio da un aumento del corrispettivo, mentre verrebbero penalizzati da una sua riduzione⁵⁵⁶. Se così fosse, qualora il presupposto per l'intervento correttivo risultasse integrato, non residuerebbe alcuno spazio per una valutazione discrezionale della Consob circa l'opportunità di procedere all'innalzamento del prezzo.

Sul piano testuale, questa seconda interpretazione indubbiamente contrasta con la lettera dell'art. 106, comma 3, lett. *d*), t.u.f., poiché svuota di significato precettivo una parte del disposto normativo⁵⁵⁷; per contro, essa risulta allineata con l'art. 5, par. 4, direttiva OPA, il quale, nel prevedere il meccanismo di modifica del prezzo derivante dall'applicazione della *highest price paid rule*, non allude ad alcuna discrezionalità delle autorità di vigilanza nazionali⁵⁵⁸.

Indicazioni altrettanto discordanti provengono dall'analisi della normativa secondaria e della prassi della Consob. Con riferimento alla prima, l'art. 47-*sexies* Regolamento Emittenti non sembra lasciare spazio alle valutazioni discrezionali dell'autorità di vigilanza sull'opportunità del proprio intervento correttivo nell'ambito del procedimento per l'aumento del prezzo dell'offerta pubblica obbligatoria; per quanto riguarda la prassi applicativa dell'autorità di vigilanza, invece, significativamente l'esigenza di esplicitare, in sede di adozione del provvedimento di rettifica, che «l'aumento del prezzo dell'offerta è da considerare

⁵⁵⁶ Si allude alla proposta interpretativa avanzata da LENER, (nt. 13), 172, richiamata anche alla nt. 506.

⁵⁵⁷ Il contrasto tra la soluzione interpretativa proposta e la lettera della disposizione è sottolineata dallo stesso LENER, (nt. 13), 172, che infatti critica la scelta del Testo Unico di ricorrere alla tecnica legislativa dell'«inciso ovvio».

⁵⁵⁸ La circostanza che la previsione comunitaria non autorizzi espressamente gli Stati ad attribuire un simile potere discrezionale alle autorità di vigilanza nazionali, tuttavia, non implica ancora che tale possibilità sia preclusa dalla direttiva. In effetti, se dal tenore della norma sembra potersi ricavare che agli ordinamenti nazionali sia consentito non esercitare affatto la facoltà concessa dell'art. 5, § 4, secondo alinea («gli Stati membri *possono* autorizzare le autorità di vigilanza a modificare il prezzo di cui al comma precedente...»), pare ragionevole ritenere il livello di armonizzazione che la direttiva intende realizzare sul punto non sia compromesso da una soluzione legislativa che, nel prevedere la possibilità che il prezzo d'offerta sia modificato verso l'alto o verso il basso al ricorrere di particolari circostanze, subordini tale modifica al filtro della valutazione discrezionale da parte dell'autorità di vigilanza.

necessario alla tutela degli investitori»⁵⁵⁹ è stata avvertita solo a seguito dell'espresso riconoscimento, da parte della giurisprudenza⁵⁶⁰, dell'esistenza di un ambito di discrezionalità amministrativa per l'adozione del provvedimento correttivo al rialzo⁵⁶¹.

Pur nell'assenza di indici testuali univoci, in questa sede non è possibile esimersi dal prendere posizione in merito all'esistenza di un margine di discrezionalità amministrativa nell'esercizio del potere di rettifica del prezzo ad opera della Consob, dal momento che la questione ha implicazioni particolarmente rilevanti sia sul piano teorico che sul piano applicativo.

In effetti, sostenere che la rettifica del prezzo non sia una conseguenza necessitata dell'accertamento del presupposto rilevante significa riconoscere che, in assenza di un intervento dell'autorità di vigilanza, l'offerente non sarebbe tenuto a promuovere l'OPA a un prezzo superiore a quello più alto formalmente pagato. In altre parole, secondo questa impostazione l'art. 106 t.u.f., a prescindere dalla sussistenza dei profili della pattuizione per l'acquisto di titoli, della collusione o della manipolazione di mercato⁵⁶², si limiterebbe a far sorgere in capo allo scalatore l'obbligo di lanciare l'offerta a un prezzo pari al corrispettivo dichiarato per l'acquisto della partecipazione di controllo; solo un provvedimento motivato della Consob, *ex art. 106, comma 3, lett. d), t.u.f.*, potrebbe modificare il contenuto di tale obbligo, imponendo un aumento del corrispettivo da offrire agli azionisti di minoranza (c.d. effetto conformativo)⁵⁶³.

⁵⁵⁹ Senza, peraltro, fornire motivazioni specifiche sul punto: cfr. delibera Consob, 3 febbraio 2016, n. 19507, 6, relativa all'aumento del prezzo dell'OPA lanciata da Hitachi su Ansaldo STS (v. nt. 368).

⁵⁶⁰ Cfr. T.A.R. Lazio 19 marzo 2014, nn. 3009, 3011, 3012 (v. nt. 550), nell'ambito della vicenda giudiziaria sorta dall'OPA "collusiva" su Camfin (v. nt. 367).

⁵⁶¹ In effetti nell'unico (all'epoca) precedente in cui l'autorità aveva ravvisato gli estremi della collusione, la necessità dell'intervento ai fini della tutela degli investitori non era stata neppure allegata (cfr. delibera Consob, 25 settembre 2013, n. 18662 e relativo atto di accertamento).

⁵⁶² V. *supra*, §§ 1.4, 1.5 ss. e 1.2 rispettivamente.

⁵⁶³ Questa è l'impostazione seguita dal Tribunale di Genova con riferimento alla collusione, sia nell'ordinanza dell'8 novembre 2016, sia nella sentenza del 28 luglio 2017 (con un'argomentazione più rigorosa sul piano logico.). In realtà, come sarà chiarito *infra*, § 4, pare che il passaggio non fosse

Al contrario, se si afferma che, ogniqualvolta sia accertata la sussistenza di uno dei presupposti indicati dall'art. 106, comma 3, lett. *d*) t.u.f., l'intervento correttivo della Consob sia un atto dovuto (ferma restando la discrezionalità tecnica della Commissione nella determinazione della misura della rettifica del prezzo), si intende che l'offerente – indipendentemente dall'intervento dell'autorità di vigilanza – sia obbligato, sulla base di un'interpretazione estensiva dello stesso art. 106, comma 2, t.u.f., a promuovere l'OPA a un prezzo corrispondente al valore di scambio dei titoli della *target*⁵⁶⁴.

Ricostruita in questi termini, la questione diventa centrale non solo per definire l'ampiezza del potere della Consob di aumentare il prezzo di un'offerta obbligatoria, ma anche e soprattutto per individuare gli ulteriori rimedi eventualmente applicabili alle fattispecie considerate dall'art. 106, comma 3, lett. *d*), t.u.f.⁵⁶⁵.

3.2 «Tutela degli investitori» ed efficienza del mercato del controllo societario.

Per rispondere all'interrogativo circa l'esistenza di un ambito di discrezionalità amministrativa nel procedimento per l'aumento del corrispettivo dell'OPA obbligatoria, allora, è possibile prendere le mosse dalla principale obiezione sollevata dai sostenitori della tesi negativa, secondo cui non può accadere che «il prezzo sia

necessario per giungere alla soluzione della questione rilevante ai fini della decisione di merito (ossia l'applicabilità delle sanzioni di cui all'art. 110 t.u.f. al caso della collusione).

⁵⁶⁴ La soluzione risulta particolarmente problematica in relazione all'ipotesi di «fondato sospetto di manipolazione» dei prezzi di mercato, qualora l'offerente risulti estraneo alle condotte manipolative (sul punto si rinvia, nuovamente, al § 1.2). In effetti, dalla tesi per cui la mera sussistenza di uno dei presupposti considerati dall'art. 106, comma 2, lett. *d*) t.u.f. impone all'offerente di promuovere l'offerta a un prezzo corrispondente al valore di scambio dei titoli della *target*, discende che questi sia tenuto a riconoscere per l'adesione all'OPA un prezzo più elevato di quello pagato in occasione degli acquisti effettuati sul mercato, anche ove lo scostamento fra questo prezzo e il valore di scambio dei titoli in questione sia dovuto agli abusi di mercato realizzati da altri soggetti. Un simile esito, tuttavia, appare maggiormente accettabile, sul piano della giustizia sostanziale, alla luce delle considerazioni esposte nella nt. 522. In effetti, un conto è applicare una misura sanzionatoria ai danni di un soggetto diverso dall'autore della condotta rilevante, un altro è imporre al medesimo di tenere in debita considerazione gli effetti di tale condotta in sede di determinazione del prezzo dell'OPA obbligatoria.

⁵⁶⁵ Sulle implicazioni dell'impostazione seguita dal Tribunale di Genova sui rimedi (diversi dall'applicazione dell'art. 110 t.u.f.) esperibili in caso di collusione, cfr. P. GIUDICI, (nt. 293), 467.

stato artatamente mascherato per effettuare l'offerta con un corrispettivo più basso, eppure imporre di correggere il prezzo verso l'alto *possa non essere necessario* per tutelare gli investitori»⁵⁶⁶. In questa prospettiva, occorre anzitutto verificare se siano ipotizzabili situazioni in cui, malgrado la sussistenza di uno dei presupposti indicati dall'art. 106, comma 3, lett. *d*) t.u.f., non si richieda un intervento dell'autorità di vigilanza per proteggere l'interesse indicato dalla norma.

Si consideri, ad esempio, il caso in cui l'offerente, nel comunicato *ex art. 102 t.u.f.*, dichiari di aver acquistato una certa quantità (comunque sufficiente ai fini del sorgere dell'obbligo di offerta) di azioni della società bersaglio al prezzo unitario di 1 euro e di aver contestualmente stipulato accordi per il successivo acquisto di ulteriori azioni della stessa categoria al prezzo di 1,20 euro. In tale scenario, sarebbe senz'altro configurabile un'ipotesi di «pattuizione per l'acquisto di titoli», *ex art. 106, comma 3, lett. d*), n. 1 t.u.f., dal momento che il “prezzo più alto pagato” (1 euro) sarebbe inferiore, nella stessa prospettiva dell'offerente, al valore di scambio delle azioni della *target* (1,20 euro)⁵⁶⁷. Ebbene, in questo contesto, qualora l'offerente decidesse spontaneamente di riconoscere 1,20 euro ad azione per l'adesione all'OPA⁵⁶⁸, non sarebbe necessario un provvedimento della Consob per ripristinare il corretto

⁵⁶⁶ Così LENER, (nt. 13), 172 (corsivo nel testo); sebbene il passaggio da cui è estratta la citazione non lo espliciti, l'Autore sembra riferirsi in modo particolare alla «collusione fra l'offerente e uno o più venditori», che, come chiarito (*v. supra*, § 1), rappresenta l'ipotesi più significativa tra quelle considerate dall'art. 106, comma 3, lett. *d*) t.u.f.

⁵⁶⁷ Si veda la ricostruzione della fattispecie proposta nel § 1.4.

⁵⁶⁸ Questa possibilità gli deriverebbe dalla lettera dell'art. 106, comma 2 t.u.f., che (in tanto discostandosi dalle previsioni dell'art. 5, § 4, direttiva OPA) impone al soggetto che si trovi nelle condizioni indicate dai commi precedenti di promuovere un'offerta a un prezzo «non inferiore» a quello più elevato pagato negli ultimi dodici mesi. Sul punto, si rinvia alle osservazioni esposte alla nt. 180.

Da questo punto di vista, la presenza dell'inciso «purché ciò sia necessario alla tutela degli investitori» in relazione alle sole ipotesi di correzione *al rialzo* si giustificerebbe considerando che, mentre l'offerente è in grado di adeguare autonomamente il corrispettivo d'offerta al valore di scambio dei titoli della *target* quando quest'ultimo è superiore al prezzo più alto formalmente pagato, nell'ipotesi opposta gli occorre un'esplicita “autorizzazione” in tal senso da parte dell'autorità di vigilanza per realizzare il medesimo effetto; in questo senso, la correzione *al ribasso* risulterebbe sempre “necessaria”.

funzionamento della *highest price paid rule*, sicché la questione della “tutela degli investitori” non si porrebbe affatto.

L'esempio formulato se, da un lato, consente di affermare l'esistenza di situazioni in cui, pur in presenza di uno dei presupposti per la modifica verso l'alto del prezzo d'offerta, l'intervento dell'autorità di vigilanza non è richiesto per “tutelare gli investitori”, dall'altro non risolve la questione relativa al carattere discrezionale del potere di rettifica al rialzo, perché induce a ritenere che il suo esercizio non sia doveroso solo in casi limite, in cui il potenziale destinatario del provvedimento autoritativo ne anticipa spontaneamente gli effetti.

Peraltro, non pare che una simile interpretazione dell'inciso sia coniugabile con *tutte* le fattispecie previste dall'art. 106, comma 3, lett. *d*) t.u.f.: in particolare, mentre la stessa non risulta incompatibile (quanto meno sul piano logico) con la sussistenza di un «fondato sospetto di manipolazione»⁵⁶⁹, più problematico appare il tentativo di applicarla all'ipotesi di «collusione fra l'offerente e uno o più venditori». In effetti, poiché, secondo la ricostruzione proposta, l'elemento caratterizzante la fattispecie collusiva si identifica nel “travaso di valori”⁵⁷⁰, non sembra possibile immaginare una situazione in cui l'offerente, avendo imputato una parte del valore del pacchetto di controllo a un affare collaterale, ne tenga al contempo conto in sede di determinazione del corrispettivo d'offerta⁵⁷¹. Piuttosto, potrebbe accadere che il

⁵⁶⁹ In effetti, è astrattamente ipotizzabile una situazione in cui l'offerente, in presenza delle condizioni indicate dall'art. 47-*quater*, comma 2, Regolamento Emittenti (v. *supra*, § 1.2), decida di promuovere l'OPA a un prezzo superiore a quello pagato per acquistare i titoli sul mercato, così da elidere gli effetti delle presunte condotte manipolative sul corrispettivo da riconoscere per l'adesione all'OPA, al fine di prevenire l'adozione di un provvedimento in tal senso da parte della Consob. Sul piano fattuale, questo scenario appare realistico soltanto in situazioni in cui l'offerente si professi del tutto estraneo alle condotte manipolative in discorso (atteso che, come ricordato, il suo coinvolgimento nelle stesse non è elemento costitutivo della fattispecie definita dall'art. 47-*novies* Regolamento Emittenti).

⁵⁷⁰ In proposito si rinvia al § 1.5.2.

⁵⁷¹ In effetti, nella situazione descritta sembra venire meno lo stesso requisito del travaso di valori (e, quindi, la configurabilità stessa della collusione): nel momento in cui l'offerente include la componente di prezzo “travasata” nella base di calcolo del corrispettivo d'offerta, infatti, implicitamente riconosce che la stessa remunera, in realtà, il trasferimento della partecipazione di

medesimo, dopo aver conseguito una partecipazione extra soglia nell'ambito di un'operazione collusiva, effettui successivamente acquisti a un prezzo unitario superiore e proceda ad adeguare il corrispettivo d'offerta in misura corrispondente (eventualmente *ex art. 42 Regolamento Emittenti*)⁵⁷². Se il prezzo pagato per i titoli acquistati successivamente fosse in concreto più elevato del "prezzo accertato"⁵⁷³, l'intervento della Consob sul corrispettivo d'offerta risulterebbe superfluo, poiché la collusione non inciderebbe (più) sul medesimo. Anche in questo caso, tuttavia, non si tratterebbe di un esercizio discrezionale del potere di rettifica da parte dell'autorità di vigilanza, perché difetterebbero i presupposti sostanziali per l'adozione del provvedimento *ex art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f.*⁵⁷⁴.

Al fine di rispondere compiutamente all'interrogativo iniziale, allora, appare ineludibile la corretta identificazione dell'interesse alla cui sussistenza la norma subordina la rettifica al rialzo del corrispettivo d'offerta. La tesi che nega decisamente la possibilità che l'intervento correttivo «*possa non essere necessario per tutelare gli investitori*»⁵⁷⁵ sembra muovere dall'assunto che l'obiettivo di tutela indicato dalla norma coincida con la protezione degli azionisti di minoranza oblati. In realtà, tale coincidenza non appare scontata, dal momento che, nel vocabolario del Testo Unico della Finanza, gli stessi sono di regola identificati come «possessori di titoli»⁵⁷⁶, mentre l'espressione «tutela degli investitori» – che ricorre con una certa frequenza tra gli obiettivi a cui l'azione della Consob deve tendere, spesso affiancata

controllo, a prescindere dalla sua formale imputazione all'affare collaterale (che a questo punto potrebbe apparire motivata da ragioni diverse, ad es. fiscali).

⁵⁷² Un'ipotesi analoga a quella descritta nel testo si è concretamente verificata nell'ambito dell'OPA "collusiva" promossa da Hitachi su Ansaldo STS (per la cui ricostruzione si rinvia alla nt. 368), ove, però, l'acquisto di titoli della società *target* a un corrispettivo superiore al prezzo accertato dalla Consob era intervenuto dopo la chiusura del periodo d'offerta (ma prima della scadenza del periodo di applicazione della *best price rule*: cfr. cap. II, § 2.2).

⁵⁷³ Tale prezzo, come chiarito, coincide con la somma tra il prezzo formalmente corrisposto per la partecipazione di controllo e gli ulteriori vantaggi accordati al venditore con i contratti collaterali, divisa per il numero di titoli trasferiti (v. *supra*, § 1.5.4).

⁵⁷⁴ Sul punto, cfr. § 2.1.

⁵⁷⁵ Ancora LENER, (nt. 13), 172 (corsivo nel testo).

⁵⁷⁶ Cfr. in particolare (con specifico riguardo alle offerte obbligatorie) gli artt. 106, commi 1 e 4; 107, comma 1, lett. b); 108, comma 7, lett. b) t.u.f.

dall'efficienza e dalla trasparenza (o integrità) del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali⁵⁷⁷ – è generalmente impiegata in un'accezione ben più ampia. Al di là degli argomenti meramente testuali, occorre tenere presente che il nostro ordinamento, attraverso l'istituto dell'OPA obbligatoria, non si limita a proteggere gli azionisti di minoranza della società il cui controllo è trasferito⁵⁷⁸, ma, sul lungo periodo, tutela tutti coloro che investono sul mercato regolamentato, impedendo in via sistematica e generalizzata⁵⁷⁹ la realizzazione di operazioni sul controllo potenzialmente inefficienti⁵⁸⁰. Analogamente, la *highest price paid rule* non appare diretta a riconoscere agli oblati il prezzo più alto possibile⁵⁸¹, né a realizzare la "parità di trattamento" tra gli azionisti⁵⁸², ma piuttosto ad assicurare l'incompatibilità del corrispettivo d'offerta con il compimento di acquisizioni che inciderebbero negativamente sul valore dei titoli della società *target*⁵⁸³. In quest'ottica, la correzione autoritativa del corrispettivo, quale meccanismo volto a ripristinare l'esatto funzionamento della *highest price paid rule* nell'ambito della disciplina dell'OPA

⁵⁷⁷ Così non solo nel richiamato art. 91 t.u.f. (con cui si apre la Parte dedicata alla disciplina degli emittenti), ma anche, ad esempio, nell'art. 120 t.u.f. con riferimento agli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti (materia che presenta, tra l'altro, numerosi punti di contatto con quella delle offerte pubbliche di acquisto), ovvero nell'art. 194-*sexies* t.u.f. in tema di sanzioni nonché, ripetutamente, nella disciplina dei mercati e degli intermediari.

⁵⁷⁸ In questo senso si veda il nono considerando della direttiva 2004/25/CE, richiamato anche alla nt. 22.

⁵⁷⁹ Fermo restando quanto precisato in ordine all'inidoneità dell'istituto a contrastare efficacemente il fenomeno delle *creeping acquisitions* (cfr. nt. 106 e 164).

⁵⁸⁰ In effetti, come chiarito (cfr. cap. I, § 2.6, nt. 116 s.), non solo tra la protezione degli azionisti di minoranza e la tutela dell'efficienza del mercato del controllo non c'è alcuna incompatibilità logica, ma le due prospettive si rivelano, a un più attento esame, interdipendenti.

⁵⁸¹ Sul punto cfr., in particolare, l'argomentazione esposta *supra*, § 1.3 e nt. 341.

⁵⁸² In proposito si veda, diffusamente, il cap. II, § 2.1. Alla luce delle conclusioni raggiunte in quella sede circa il fondamento della regola in esame, non appare condivisibile la posizione espressa dalla stessa autorità di vigilanza nell'atto di accertamento allegato alla delibera Consob, 25 settembre 2013, n. 18662, 20, secondo cui «la finalizzazione alla "tutela degli investitori" (ex art. 106, comma 3, lettera d), del TUF) dell'esercizio del potere di innalzamento del prezzo d'offerta ad opera della Consob risponde, dunque, proprio all'esigenza di individuare un prezzo al quale gli azionisti di minoranza possano fruire, nell'exit dalla società, di condizioni equivalenti a quelle godute dal proprietario di un pacchetto rilevante nell'ambito della cessione che ha dato luogo (o contribuito) al sorgere dell'obbligo di OPA».

⁵⁸³ Sul rapporto tra "equità" del prezzo ed efficienza dell'operazione, si rinvia al cap. II, § 3.2, in particolare alla nt. 162.

obbligatoria, risulta «necessari[a] per la tutela degli investitori» in tutti quei casi in cui l'offerta è promossa a un prezzo che non assicuri l'efficienza dell'operazione nella prospettiva del mercato del controllo. Secondo questa lettura, quindi, l'inciso subordina l'esercizio, da parte della Consob, del potere di rideterminare al rialzo il prezzo d'offerta alla sussistenza di un interesse a carattere pubblicistico quale l'efficiente allocazione del controllo societario.

Se, da un lato, il riferimento all'interesse pubblico è esso stesso indice della natura discrezionale del potere⁵⁸⁴, dall'altro si potrebbe argomentare che – siccome, nella ricostruzione che si è proposta, l'efficienza dell'acquisizione o del trasferimento è assicurata proprio dalla corrispondenza tra corrispettivo d'offerta e il valore di scambio dei titoli⁵⁸⁵ – ogni qual volta si materializzi uno scostamento rispetto a questo valore, a causa di anomalie nelle negoziazioni di borsa o nella singola operazione da cui è sorto l'obbligo d'offerta⁵⁸⁶, sia sempre necessario un intervento dell'autorità di vigilanza che ristabilisca tale corrispondenza, proprio al fine di tutelare gli investitori. Se così fosse, con ogni evidenza, la questione dell'esistenza di un ambito di discrezionalità amministrativa nell'esercizio del potere di cui all'art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f. dovrebbe essere risolta comunque negativamente, nel senso che la condizione a cui la legge subordina l'adozione del relativo provvedimento da parte della Consob risulterebbe *sempre* verificata al ricorrere di

⁵⁸⁴ In questo senso, cfr. G. POLI, *Autonomia privata e discrezionalità amministrativa a confronto. La prospettiva della ragionevolezza*, in *Dir. amm.*, 2018, 890, con citazione di ORSI BATTAGLINI, *Attività vincolata e situazioni soggettive*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1988, 43: «quando un conflitto tra interessi è risolto, in via definitiva e astratta, dalla legge, di talché è solo una la definizione conforme a legge, ogni riferimento all'interesse pubblico o a una gerarchia tra questo e gli altri interessi collaterali perderebbe di significato. Una questione di sovraordinazione o sottordinazione degli interessi, infatti, si potrebbe porre “solo in quanto vi sia un conflitto di interessi (ancora) da risolvere, una decisione da assumere, una quantità, anche minima di interessi di cui poter disporre”».

⁵⁸⁵ Si richiamano le riflessioni esposte in proposito nel cap. II, §§ 3.2 e 4.1.

⁵⁸⁶ Come chiarito (cfr. § 2.1), alla prima ipotesi è riconducibile il «fondato sospetto di manipolazione» (§ 1.2), mentre alla seconda la «pattuizione per l'acquisto di titoli» (§ 1.4) e la «collusione fra l'offerente e uno o più venditori» (§§ 1.5 ss.).

uno dei presupposti indicati dalla norma⁵⁸⁷. In altri termini, l'autorità di vigilanza, qualora riscontrasse gli estremi della «pattuizione per l'acquisto di titoli», della «collusione fra l'offerente e uno o più venditori», ovvero del «fondato sospetto di manipolazione», dovrebbe necessariamente procedere alla rettifica in aumento del corrispettivo d'offerta, nella misura determinata sulla base dei criteri di volta in volta previsti⁵⁸⁸ (come accade, peraltro, per la rettifica in diminuzione)⁵⁸⁹.

L'obiezione, tuttavia, non tiene conto di una variabile fondamentale: affidando la regolamentazione del mercato del controllo societario all'istituto dell'OPA obbligatoria, l'ordinamento ha scelto di perseguire l'obiettivo dell'efficiente allocazione del controllo attraverso la prevenzione delle acquisizioni a rischio di incidere negativamente sul valore dei titoli della società bersaglio⁵⁹⁰. Il costo implicato da tale scelta di politica legislativa, come chiarito, consiste nella preclusione anche di una parte delle operazioni che, al contrario, avrebbero potuto accrescere tale valore⁵⁹¹. Proprio nell'efficacia iper-deterrente della disciplina pare, allora, possibile rinvenire una chiave di lettura per il problematico inciso inserito tra le condizioni per l'esercizio del potere di modifica (soltanto) *verso l'alto* del

⁵⁸⁷ Salve le ipotesi, considerate *supra*, di anticipazione spontanea degli effetti dell'eventuale provvedimento da parte dell'offerente, ovvero di ininfluenza della particolare circostanza sul prezzo d'offerta.

⁵⁸⁸ Sui profili di discrezionalità tecnica inerenti al *quantum* della rideterminazione al rialzo del prezzo dell'OPA, v. *supra*, § 3.1.

⁵⁸⁹ Se si accogliesse questo argomento, si perverrebbe, pertanto, a un risultato pratico analogo a quello auspicato dai sostenitori della tesi interpretativa dell'«inciso ovvio» (v. *supra*, nt. 506 e 557).

⁵⁹⁰ Cfr. cap. I, § 2.5.

⁵⁹¹ In effetti, quando la *target* è una società non contendibile, se l'incremento di valore che il potenziale offerente sarebbe in grado di realizzare non è sufficiente a compensare la sua minore capacità di estrarre benefici privati rispetto all'attuale socio di controllo, il trasferimento, ancorché efficiente, non potrebbe aver luogo, perché il prezzo massimo che l'acquirente sarebbe disposto ad offrire sarebbe inferiore al prezzo di riserva del venditore (cfr. nt. 109). Quando, invece, la *target* è una società contendibile, l'eventualità che il potenziale offerente non disponga dei mezzi finanziari necessari a promuovere un'offerta sulla totalità dei titoli previene la realizzazione della scalata, ancorché la stessa sia efficiente per il mercato del controllo (cfr. nt. 111).

corrispettivo d'offerta, peraltro idonea a giustificare l'asimmetria tra le due classi di ipotesi determinata da tale inserimento⁵⁹².

In effetti, il rispetto della *highest price paid rule* è condizione sufficiente, ma non necessaria, dell'efficienza dell'operazione che ha determinato il sorgere dell'obbligo di OPA: mentre il lancio di un'offerta totalitaria a un prezzo pari al valore di scambio dei titoli della *target* garantisce la natura non espropriativa dell'acquisizione⁵⁹³, la promozione della stessa a un prezzo inferiore non ne comporta necessariamente il carattere predatorio o, comunque, dannoso per gli azionisti della *target*. In questo senso, sostenere che la correzione autoritativa del corrispettivo è «necessari[a] per la tutela degli investitori» se e nella misura in cui l'OPA sia promossa a un prezzo che non assicura l'efficienza dell'operazione non porta alla conclusione che l'intervento della Consob sia doveroso in tutte le ipotesi in cui risulti verificato uno dei presupposti indicati dall'art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f., perché potrebbe anche accadere che il prezzo d'offerta, seppure influenzato da una delle circostanze anomale considerate dalla norma, appaia comunque sufficiente a "tutelare gli investitori" dal rischio di un trasferimento del controllo inefficiente.

Sul punto, però, occorre altresì considerare che l'ordinamento, imponendo la *highest price paid rule* quale regola generale, ex art. 106, comma 2, t.u.f., *presume* che tutte le offerte promosse a un corrispettivo inferiore al valore di scambio dei titoli della *target* non offrano una tutela adeguata rispetto a tale rischio. A ben vedere, infatti, qualora non operasse alcuna presunzione in tal senso, l'offerente sarebbe libero di determinare autonomamente il corrispettivo da riconoscere agli azionisti in caso di adesione (come peraltro avviene in relazione alle offerte volontarie e all'OPA

⁵⁹² Come anticipato (v. *supra*, § 2.1), infatti, la maggior cautela con cui sono disciplinate le ipotesi di correzione al rialzo si spiega proprio in considerazione del fatto che l'aumento del corrispettivo d'offerta, accentuando l'effetto iper-deterrente insito nella disciplina, comporta rischi maggiori rispetto alla sua diminuzione, che, al contrario, consente di attenuare tale effetto.

⁵⁹³ In proposito si rinvia al ragionamento svolto nel cap. II, § 4.1 (e, in particolare, alla nt. 186).

preventiva parziale, *ex art. 107 t.u.f.*)⁵⁹⁴. Da questa considerazione discende che l'autorità di vigilanza, nella generalità dei casi, ogniqualvolta ravvisi uno scostamento rispetto a tale valore – in presenza di accordi per l'acquisto di ulteriori titoli, di collusione con i venditori della partecipazione di controllo o di condotte manipolative – debba avviare un procedimento per la modifica verso l'alto del prezzo d'offerta, *ex art. 47-sexies* Regolamento Emittenti; soltanto qualora, nell'ambito di tale procedimento, anche alla luce delle osservazioni presentate dallo stesso offerente, emerga che nel caso concreto non sussiste la necessità di tutelare gli investitori, esso potrà chiudersi con un provvedimento a contenuto negativo.

In proposito, tuttavia, permane l'incertezza circa le condizioni al ricorrere delle quali la Consob debba astenersi dal rettificare in aumento il prezzo d'offerta, pur in presenza di uno dei presupposti indicati dall'art. 106, comma 3, lett. *d*) t.u.f.: in particolare, si potrebbe sostenere che la necessità di tutelare gli investitori non sussista (*i*) ogniqualvolta risulti che l'operazione nell'ambito della quale è sorto l'obbligo di OPA sia idonea, in una prospettiva *ex ante*, ad accrescere il valore dei titoli della *target* (ad es. grazie alle particolari sinergie che saranno create dalla sua inclusione nella realtà societaria dell'offerente, o alla validità dei piani industriali eventualmente presentati da quest'ultimo⁵⁹⁵); ovvero (*ii*) soltanto nelle ipotesi in cui la promozione di un'offerta a un prezzo superiore elidrebbe integralmente la convenienza economica di un'operazione in sé efficiente, a causa del livello elevato dei benefici privati del controllo estratti dal precedente socio di controllo, ovvero dei costi accessori connessi alla promozione dell'offerta⁵⁹⁶.

⁵⁹⁴ Sulle inefficienze che discenderebbero dall'assenza di una regola sul prezzo dell'OPA obbligatoria, cfr. SCHUSTER, (nt. 20), 533.

⁵⁹⁵ Cfr. punto g.1 dell'allegato 2A al Regolamento Emittenti, relativo alle "modalità di redazione del documento d'offerta".

⁵⁹⁶ Per gli scenari in cui il compimento di un'operazione efficiente può risultare precluso nel vigore di una regola di pari opportunità, cfr. cap. I, § 2.5.3, nonché *supra*, nt. 591.

Nonostante le indubbe difficoltà applicative⁵⁹⁷, la seconda soluzione appare tutto sommato preferibile, perché consente di circoscrivere l'ambito entro cui l'ordinamento tollera deviazioni dalla normale operatività della *highest price paid rule* alle sole ipotesi in cui l'efficienza del mercato del controllo societario è realmente compromessa dalla rigidità della regola. Al contrario, qualora venisse accolta la soluzione alternativa, si darebbe adito a comportamenti opportunistici da parte dei potenziali offerenti, i quali, strutturando l'operazione in modo tale che il prezzo più alto formalmente pagato risulti inferiore al valore di scambio dei titoli della *target*, potrebbero evitare l'intervento della Consob (e conservare il vantaggio connesso alla riduzione del costo dell'OPA) adducendo semplicemente il carattere non espropriativo dell'acquisizione.

Se si accoglie questa ricostruzione, l'inciso «purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori» acquista un significato compatibile con la sussistenza di un margine, sia pure limitato, di discrezionalità amministrativa in capo all'autorità di vigilanza, a cui verrebbe rimessa la valutazione circa la necessità della rettifica in aumento del corrispettivo d'offerta per la salvaguardia dell'efficienza del mercato del controllo. Come anticipato, non si tratterebbe di un'ipotesi inedita, dal momento che, nel contesto delle prerogative della Consob in materia di offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie, hanno carattere discrezionale sia il potere di imporre il lancio dell'OPA c.d. "riparatoria", ex art. 110, comma 1-bis, t.u.f., sia il potere di accordare un'esenzione fuori dai casi espressamente considerati, ex art. 106, comma 6, t.u.f.⁵⁹⁸.

⁵⁹⁷ Le difficoltà maggiori si associano alla quantificazione dei benefici privati del controllo estratti dal socio di controllo uscente: in effetti, sebbene il valore capitalizzato dei benefici in questione sia incorporato nel prezzo di vendita della partecipazione di controllo (cfr. cap. I, § 2.1 e 2.5.1), non solo la Consob, ma neppure l'offerente potrebbe essere in grado di quantificarne esattamente l'incidenza. Inoltre, quand'anche tale elemento abbia effettivamente formato oggetto delle trattative fra le parti, evidenti ragioni di opportunità potrebbero consigliare di rivelare la circostanza all'autorità di vigilanza.

⁵⁹⁸ In proposito si rinvia a quanto esposto nel paragrafo precedente, nonché alle nt. 554 s.

4. Le esigenze di tutela insoddisfatte.

La correzione autoritativa del prezzo d'offerta rappresenta il principale strumento di reazione dell'ordinamento alle alterazioni nel funzionamento della *highest price paid rule*. Esso si presta, infatti, sia ad attenuare la rigidità della regola in presenza di perturbazioni nelle negoziazioni di borsa⁵⁹⁹ o di particolari operazioni sui titoli della *target*⁶⁰⁰, sia ad eliminare gli effetti di condotte che pregiudicano l'equità del corrispettivo riconosciuto agli oblati⁶⁰¹.

Questa considerazione, tuttavia, non implica ancora che il meccanismo di cui all'art. 106, comma 3, lett. *d*) t.u.f. sia necessariamente l'unico strumento disponibile in tutte le ipotesi di deviazione dalla normale operatività della regola del prezzo più alto pagato. In effetti, un sistema che affidasse esclusivamente a tale meccanismo la garanzia della corrispondenza fra corrispettivo d'offerta e valore di scambio dei titoli della *target* potrebbe non risultare pienamente soddisfacente per due ordini di ragioni.

(i) Anzitutto, potrebbe accadere che il meccanismo correttivo non venga utilmente azionato. In proposito, è opportuno rilevare che il potere correttivo dell'autorità di vigilanza può essere esercitato solo entro precisi limiti temporali: al più tardi con l'approvazione del documento d'offerta per la modifica verso il basso e fino alla chiusura del periodo di adesione per la modifica verso l'alto⁶⁰². Nella prima ipotesi, la circostanza che l'istanza debba essere presentata dallo stesso offerente o dalle

⁵⁹⁹ Cfr. *supra*, § 1.2.

⁶⁰⁰ Cfr. *supra*, § 1.3.

⁶⁰¹ Cfr. *supra*, §§ 1.4 s. Per la nozione di "prezzo equo" come prezzo incompatibile con la realizzazione di operazioni inefficienti, si rinvia al cap. II, § 3.2.

⁶⁰² V. artt. (rispettivamente) 47-*bis*, comma 4 e 47-*sexies*, comma 6, Regolamento Emittenti, richiamati nel § 1.1 e alle nt. 287 s.

persone che agiscono di concerto⁶⁰³ assicura, nella generalità dei casi, che l'intervento della Consob, ove ne ricorrano gli estremi, sia sempre sollecitato tempestivamente: in effetti, i soggetti tenuti a promuovere l'OPA sono al contempo i più informati circa il contesto in cui l'operazione si colloca⁶⁰⁴ e i più interessati ad ottenere una riduzione del corrispettivo d'offerta. Per contro, nella seconda ipotesi può accadere che la sussistenza di uno dei presupposti per la rettifica al rialzo sia scoperta (dalla stessa autorità di vigilanza o dagli altri soggetti potenzialmente interessati a presentare la relativa istanza)⁶⁰⁵ solo successivamente alla definitiva chiusura del periodo d'offerta, perché la conclusione di ulteriori accordi (non menzionati nel documento d'offerta)⁶⁰⁶ o le condotte manipolative emergono solo in un secondo momento. Questo può comportare che, proprio in relazione alle situazioni in cui l'integrità e la trasparenza del mercato risultano maggiormente a rischio⁶⁰⁷, non si proceda alla rettifica del corrispettivo d'offerta. In tali ipotesi, in assenza di ulteriori strumenti di tutela, l'interesse degli azionisti di minoranza a ricevere un'offerta a un prezzo pari al valore di scambio dei titoli della *target*⁶⁰⁸ risulterebbe inevitabilmente frustrato.

⁶⁰³ V. art. 47-bis, comma 2 Regolamento Emittenti.

⁶⁰⁴ In particolare, con riferimento al «fondato sospetto di manipolazione», la tipizzazione operata dall'art. 47-*quater* Regolamento Emittenti, comma 2, rende del tutto inverosimile che l'offerente possa essere all'oscuro della sussistenza della circostanza in questione. Parimenti, l'influenza di «eventi eccezionali» sul prezzo dei titoli, se si accoglie la lettura proposta nel § 1.2, sarà normalmente nota al soggetto che si appresta a conseguire il controllo della *target*. Ad ogni modo, nella (remota) ipotesi in cui l'offerente non fosse al corrente delle circostanze di fatto che avrebbero potuto legittimare la presentazione dell'istanza *ex* art. 47-bis Regolamento Emittenti, la mera constatazione che questi abbia proseguito nella scalata malgrado il rialzo delle quotazioni induce a ritenere che la convenienza economica dell'acquisizione non sia venuta meno a causa di tale rialzo (cfr. nt. 309). Questa considerazione parrebbe sufficiente per affermare che, ove la sussistenza di anomalie nelle negoziazioni di borsa non precluda la realizzazione di un'operazione idonea ad accrescere il valore dei titoli della *target*, il mancato intervento della Consob sul prezzo d'offerta non pone particolari problemi, perché l'efficienza del mercato del controllo societario non ne risulta compromessa.

⁶⁰⁵ Ai sensi dell'art. 47-*sexies* Regolamento Emittenti, il procedimento per l'aumento del prezzo dell'OPA obbligatoria può essere avviato dalla Consob d'ufficio «ovvero su istanza di chi vi abbia interesse»; a questa categoria di soggetti legittimati appartengono senz'altro gli azionisti di minoranza dell'emittente, che in caso di rettifica diverrebbero destinatari di un'offerta a prezzo superiore.

⁶⁰⁶ Cfr. nt. 388, in merito all'elemento della «clandestinità» delle pattuizioni collaterali nella collusione.

⁶⁰⁷ In proposito si rinvia alle argomentazioni svolte alle nt. 506 e 539.

⁶⁰⁸ Cfr. TUCCI, (nt. 311), 1045: «Il diritto del mercato finanziario tutela, dunque – anche attraverso la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie –, l'aspettativa dell'investitore di realizzare il

Diverso appare il caso in cui un procedimento per la correzione in aumento del prezzo d'offerta stato tempestivamente avviato (d'ufficio o su impulso dei soggetti interessati)⁶⁰⁹, ma lo stesso si sia concluso con un provvedimento a contenuto negativo, ovvero con un provvedimento che, nell'accertare la sussistenza di uno dei presupposti previsti dall'art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f., abbia rettificato il prezzo in misura insufficiente a ripristinare la corrispondenza tra corrispettivo d'offerta e valore di scambio dei titoli della *target*. In entrambi gli scenari, infatti, gli azionisti di minoranza disporrebbero, quanto meno, della facoltà di impugnare⁶¹⁰ la delibera della Consob avanti il giudice amministrativo⁶¹¹. Ciononostante, come si dirà *infra*⁶¹², proprio in relazione all'ipotesi di rettifica (asseritamente) insufficiente a eliminare gli effetti del travaso di valori è stata invocata per la prima volta l'applicazione di rimedi ulteriori in caso di collusione.

(ii) In secondo luogo, uno strumento meramente ripristinatorio quale la rideterminazione autoritativa del prezzo d'offerta⁶¹³ potrebbe apparire, di per sé, insufficiente a dissuadere i potenziali offerenti dall'assumere comportamenti opportunistici in occasione dell'acquisto del controllo di una società quotata. In effetti, in un sistema in cui l'unica possibile conseguenza di simili condotte fosse l'aumento del corrispettivo imposto dalla Consob, ogni scalatore potrebbe provare a contenere artificialmente i costi connessi alla promozione dell'OPA obbligatoria (c.d. "azzardo morale"), perché, nella peggiore delle ipotesi, rischierebbe di perdere soltanto una parte dei vantaggi che si riprometteva di conseguire mediante la

valore di scambio dell'azione, quale prodotto finanziario». Sul rapporto tra l'"equità" del corrispettivo e "valore di scambio" dei titoli, si veda il cap. II, §§ 3.2 e 4.1 (in particolare alla nt. 186).

⁶⁰⁹ Cfr. art. 47-*sexies*, comma 1, Regolamento Emittenti, richiamato anche alla nt. 603.

⁶¹⁰ Gli azionisti di minoranza, pertanto, non resterebbero privi di tutela, come invece avverrebbe nell'ipotesi in cui la tardiva scoperta delle pattuizioni collaterali o delle condotte manipolative avesse impedito la tempestiva adozione di qualsivoglia provvedimento.

⁶¹¹ Sull'estensione del sindacato del giudice amministrativo sul provvedimento (non sanzionatorio) adottato dall'autorità di vigilanza cfr. MIDIRI, (nt. 293), 569.

⁶¹² V. *infra*, § 5 e nt. 618.

⁶¹³ Sulla funzione ripristinatoria e non sanzionatoria dell'intervento dell'autorità di vigilanza, v. *supra*, §§ 2.1 ss.

collusione, ma non anche la convenienza dell'operazione complessivamente considerata⁶¹⁴.

Per vero, la notazione vale soltanto in caso di operazione idonea ad accrescere il valore dei titoli della *target*⁶¹⁵: in effetti, qualora l'artificioso contenimento dei costi apparisse necessario per realizzare un'operazione di per sé inefficiente, il mero adeguamento del prezzo d'offerta imposto dalla Consob eliderebbe integralmente ogni vantaggio che l'offerente si riprometteva di conseguire dalla scalata. Pertanto, se la sola previsione dello strumento di cui all'art. 106, comma 3, lett. *d*) t.u.f. risulta potenzialmente idonea a dissuadere i potenziali offerenti dalla realizzazione di operazioni che non sono in grado di creare valore per gli azionisti della *target*, essa non appare in grado di disincentivare adeguatamente comportamenti tesi a ottenere uno sconto (indebito) sul corrispettivo d'offerta, a discapito degli azionisti di minoranza.

5. L'applicabilità dell'art. 110 t.u.f. alle ipotesi di cui all'art. 106, comma 3, lett. *d*) t.u.f.: profili problematici⁶¹⁶.

L'esigenza di colmare i descritti vuoti di tutela è alla base dell'invocazione di rimedi ulteriori nelle ipotesi in cui lo scostamento tra valore di scambio dei titoli e prezzo dell'offerta non viene eliminato (integralmente) dall'intervento correttivo della Consob. Tra i rimedi astrattamente ipotizzabili per fronteggiare tale evenienza, vengono in considerazione, in primo luogo, le sanzioni che l'art. 110 t.u.f. commina in caso di violazione dei doveri imposti dalla disciplina delle offerte pubbliche di

⁶¹⁴ In realtà, l'offerente che realizza un'operazione con simili caratteristiche rischia, quanto meno, che la Consob, nell'esercizio della propria discrezionalità tecnica (v. § 3.1), sopravvaluti gli effetti della specifica condotta considerata, imponendo all'offerente di promuovere l'OPA a un corrispettivo superiore a quello che sarebbe derivato dall'applicazione della *highest price paid rule* in assenza della medesima.

⁶¹⁵ Cfr. cap. II, 3.2, con specifico riferimento alla nt. 162.

⁶¹⁶ Il presente paragrafo amplia le considerazioni già svolte in CADORIN, (nt. 293), 399, con riferimento alla sola ipotesi di "OPA collusiva".

acquisto obbligatorie⁶¹⁷. In particolare, la tesi della loro applicabilità all'OPA "collusiva" (con specifico riferimento all'ipotesi di rettifica asseritamente insufficiente a eliminare gli effetti del "travaso di valori") è stata avanzata per la prima volta nel contesto delle vicende giurisprudenziali originate dai provvedimenti di modifica del prezzo d'offerta per collusione⁶¹⁸.

Come noto, l'art. 110, comma 1, t.u.f. dispone che, «in caso di violazione degli obblighi previsti» dalla sezione del testo unico finanziario dedicata alle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie (artt. 105-112), il voto «inerente all'intera partecipazione detenuta» non può essere esercitato (con conseguente annullabilità delle deliberazioni adottate con il voto determinante del socio il cui diritto era sospeso) e i titoli eccedenti le soglie il cui superamento ha fatto sorgere l'obbligo di promuovere l'OPA devono essere alienati entro dodici mesi. Sostenere che la previsione richiamata trovi applicazione in caso di «collusione», ovvero di «pattuizione per l'acquisto di titoli » o di «fondato sospetto di manipolazione», implica, quindi, riconoscere che le tre circostanze menzionate integrino altrettante ipotesi di «violazione degli obblighi previsti» dalla disciplina in materia di OPA

⁶¹⁷ La possibilità di qualificare come sanzioni, nell'accezione esposta in precedenza (cfr. *supra*, § 2.2 e nt. 515), le conseguenze derivanti dall'applicazione dell'art. 110 t.u.f. dipende dalla considerazione che le stesse pongono il destinatario in una condizione peggiore a quella in cui si sarebbe trovato se non avesse commesso alcuna violazione (questo vale senz'altro per la sospensione del diritto di voto inerente l'intera partecipazione detenuta, ma anche per l'obbligo di alienazione delle azioni oltre soglia, fuori dall'ipotesi in cui la sanzione consegue all'inadempimento dell'art. 108, comma 2, t.u.f.).

⁶¹⁸ La tesi in questione è stata sostenuta da alcuni azionisti di minoranza di Ansaldo STS, che si sono rivolti al Tribunale di Genova per ottenere l'annullamento della delibera assunta con il voto determinante di Hitachi, dopo che quest'ultima si era, di fatto, adeguata al provvedimento con cui Consob aveva corretto verso l'alto il prezzo dell'OPA (cfr. nt. 368). In sede cautelare l'applicabilità dell'art. 110 t.u.f. alla collusione è stata, dapprima, affermata (sia pure con importanti precisazioni e nell'ambito di una pronuncia di rigetto di tutte le richieste cautelari: cfr. Trib. Genova, 11 maggio 2016, ord.), per poi essere decisamente negata (cfr. Trib. Genova, 8 novembre 2016, ord.), con argomentazioni in gran parte ribadite nella sentenza di merito (Trib. Genova, 28 luglio 2017). In dottrina, l'opinione favorevole è sostenuta da CALDERAZZI, (nt. 293), 553, che valorizza soprattutto l'esigenza di «assicura[re] agli azionisti di minoranza una tutela effettiva e completa e, al contempo, garanti[re] un mercato trasparente ed efficiente»; condividono, invece, la posizione contraria, espressa dal Tribunale di Genova rispettivamente nell'ordinanza dell'8 novembre 2016 e nella sentenza del 28 luglio 2017, P. GIUDICI, (nt. 293), 465 e F. M. MUCCIARELLI, (nt. 293), 226.

obbligatoria⁶¹⁹. Occorre, allora, anzitutto individuare con esattezza quali di questi obblighi possano dirsi violati dall'offerente nei casi considerati.

Le sanzioni in esame sono comunemente⁶²⁰ ricollegate all'inadempimento dell'obbligo di promuovere un'offerta totalitaria di cui al primo comma dell'art. 106 t.u.f.⁶²¹, ovvero degli obblighi di acquisto posti dall'art. 108 t.u.f. Sebbene una parte della dottrina, suggerendo un'interpretazione particolarmente restrittiva della norma, limiti a queste due sole ipotesi l'ambito di applicazione dell'art. 110 t.u.f.⁶²², la sua ampia formulazione non consente di escludere a priori che vi rientrino casi ulteriori⁶²³, purché si tratti di violazioni di obblighi in senso proprio. Sul punto, è appena il caso di sottolineare che l'art. 106, comma 3, lett. d) non impone obblighi, neppure impliciti, a carico dell'offerente, bensì rimette al potere regolamentare della Consob la definizione delle circostanze che giustificano una rideterminazione al rialzo del prezzo d'offerta («La Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui ... l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato»), secondo quanto previsto dall'art. 5, par. 4,

⁶¹⁹ Eventuali violazioni di obblighi diversi, quali ad esempio i doveri informativi e procedurali di cui all'art. 102 t.u.f. esulano dalla presente indagine, rivolta esclusivamente ad appurare se l'art. 110 t.u.f. possa trovare applicazione in caso di collusione.

⁶²⁰ In proposito si vedano, ad es., F. M. MUCCIARELLI, (nt. 31), 1106; TUCCI, (nt. 554), 275; GUIDOTTI, *sub* art. 110, in *La disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto* a cura di Pederzini, in *N. leggi civ.*, 2010, 238.

⁶²¹ A questo riguardo, può essere utile sottolineare che, quando ricorrono i presupposti per la correzione autoritativa del prezzo d'offerta, l'obbligo di «promuove[re] un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso» è stato, di per sé, adempiuto.

⁶²² Così TUCCI, (nt. 554), 275, sulla scorta di CANNELLA (*sub* art. 110, in *La disciplina delle società quotate nel Testo unico della finanza D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58: commentario*, a cura di P. Marchetti e Bianchi, Giuffrè, 1999, 456), il quale, però, scrive prima dell'approvazione della direttiva OPA e dell'introduzione delle previsioni in materia di rettifica del prezzo ad opera della Consob. L'interpretazione restrittiva suggerita servirebbe soprattutto a compensare la severità delle sanzioni comminate dall'art. 110 t.u.f. (cfr. TOLA, *Opa e tutela delle minoranze*, Jovene, 2008, 258, che sottolinea la «gravità» dell'effetto della misura sanzionatoria della sospensione del diritto di voto, in quanto la stessa «si rapporta all'intera partecipazione che viene svuotata della prerogativa cui il trasgressore annette rilevanza»).

⁶²³ Si pensi, ad esempio, alla violazione dell'obbligo di promuovere l'OPA da «consolidamento della partecipazione», *ex* artt. 106, comma 3, lett. b) t.u.f. e 46 Regolamento Emittenti, di cui si è detto alla nt. 346.

direttiva OPA. In altri termini, la struttura stessa della disposizione impedisce di affermare che dalla stessa derivino obblighi di sorta⁶²⁴.

Piuttosto, ci si potrebbe domandare se le fattispecie di cui all'art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f., alterando il funzionamento della *highest price paid rule*⁶²⁵, non integrino una violazione della regola in questione, formalizzata dall'art. 106, comma 2, t.u.f.⁶²⁶. In effetti, per quanto la giurisprudenza sia restia ad ammettere che l'obbligo di promuovere un'OPA al superamento di determinate soglie si estenda anche alla misura del corrispettivo⁶²⁷, alla luce della ricostruzione effettuata nel capitolo che precede, non sembra potersi negare il carattere di obbligatorietà della *highest price paid rule*⁶²⁸; né, del resto, sembra possibile dubitare della centralità della regola nella disciplina dell'OPA obbligatoria⁶²⁹. Tuttavia, pure seguendo questa impostazione, la conclusione che la collusione integri una violazione dell'obbligo di promuovere l'offerta al prezzo più alto pagato non appare affatto scontata⁶³⁰.

⁶²⁴ In questo senso cfr. Trib. Genova, 28 luglio 2017, con specifico riferimento all'insussistenza di un "obbligo di non colludere".

⁶²⁵ Cfr. *supra*, § 2.1.

⁶²⁶ In proposito, si segnala la posizione di DEL GATTO, (nt. 128), 301, secondo cui, «nel caso di rideterminazione del prezzo, il comportamento del privato non rileva in quanto comportamento che viola direttamente la norma, ma in quanto comportamento idoneo a turbare gli interessi pubblici tutelati dalla stessa».

⁶²⁷ Significativamente, nell'ambito della vicenda giudiziaria sorta dal caso Sai Fondiaria, in cui la giurisprudenza afferma, per la prima volta in modo esplicito, che dall'art. 106 t.u.f. deriva un vero obbligo per lo scalatore di promuovere l'OPA al superamento della soglia rilevante, non si arriva mai a riconoscere che il corrispondente diritto soggettivo degli azionisti di minoranza include il corrispettivo della mancata offerta (cfr., *ex multis*, Trib. Milano, 26 maggio 2005, 8 maggio 2006, 10 ottobre 2006, 2 maggio 2007, 29 maggio 2008 e 15 marzo 2010; nonché Cass., 10 agosto, nn. 14400 e 14392; 26 settembre 2013, n. 22099; 13 ottobre 2015, n. 20560; 4 aprile 2016, n. 6504). Conferma di questo atteggiamento si ritrova in Trib. Genova, 8 novembre 2016, ord., ove la citata giurisprudenza è richiamata per affermare che gli azionisti di minoranza siano titolari esclusivamente di un diritto al procedimento e il secondo comma non è menzionato fra le disposizioni obbligatorie contenute nel testo dell'art. 106 t.u.f. Una posizione più complessa e, per molti aspetti, innovativa è assunta, invece, da Trib. Genova, 28 luglio 2017, ove il contenuto dell'obbligo di offerta viene modulato sulla base dei diversi stadi del procedimento di offerta.

⁶²⁸ A questo proposito si condivide la posizione espressa da CALDERAZZI, (nt. 293), 550.

⁶²⁹ In proposito, si rinvia alle più ampie riflessioni svolte nel cap. II, § 1.

⁶³⁰ Conclusione invece raggiunta, proprio sulla base di questi stessi argomenti, da CALDERAZZI, (nt. 293), 553.

In effetti, dal riconoscimento del carattere discrezionale del potere di rettifica⁶³¹, discende che il provvedimento della Consob *ex art. 106, comma 3, lett. d), n. 2, t.u.f.* comporta una modifica del contenuto dell'obbligazione dell'offerente, sostituendo al prezzo dichiarato nel documento d'offerta il valore risultante dall'applicazione dei criteri di cui agli artt. 47-*septies* ss. Regolamento Emittenti. Da questa ricostruzione si ricava che (i) in mancanza di ogni intervento da parte dell'autorità di vigilanza, egli è tenuto a corrispondere agli azionisti di minoranza il prezzo dichiarato nel documento d'offerta; (ii) in presenza di un provvedimento che corregge il prezzo in misura insufficiente, egli non è tenuto a corrispondere agli azionisti di minoranza più del prezzo indicato nel provvedimento stesso. In entrambi i casi, nessun obbligo risulterà violato dall'offerente (sia che questi abbia promosso l'OPA al prezzo dichiarato e la Consob non sia intervenuta, sia che questi si sia adeguato alla rettifica imposta dalla medesima, ancorché insufficiente a ripristinare la corrispondenza fra corrispettivo d'offerta e valore di scambio dei titoli), sicché le sanzioni di cui all'art. 110 t.u.f. risulteranno inapplicabili per carenza del presupposto fondamentale.

Qualora, invece, si rigettasse la tesi esposta poc'anzi, ritenendo vincolata nell'*an* la discrezionalità della Consob di provvedere a norma dell'art. 106, comma 3, lett. d), n. 2, t.u.f., le circostanze considerate dalla norma sembrerebbero poter rientrare, almeno in linea teorica, nel campo di applicazione dell'art. 110 t.u.f., dal momento che si potrebbe ravvisare in capo all'offerente, fin dal momento del superamento delle soglie di cui all'art. 106 t.u.f., l'obbligo di promuovere l'OPA a un prezzo non inferiore al valore di scambio dei titoli della target⁶³². Nondimeno, altri elementi indurrebbero a negare comunque l'estensione dell'operatività delle sanzioni in esame

⁶³¹ Si rinvia in proposito alla lettura proposta nel paragrafo che precede, tesa a valorizzare il contenuto precettivo dell'inciso «purché ciò sia necessario alla tutela degli investitori» di cui all'art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f..

⁶³² Cfr. *supra*, § 3.1.

alle ipotesi di «pattuizione per l'acquisto di titoli», «collusione» e «fondato sospetto di manipolazione»⁶³³.

In effetti, analizzando la logica complessiva del sistema, il rimedio correttivo di cui all'art. 106, comma 3, lett. *d*), e quello sanzionatorio di cui all'art. 110 t.u.f. appaiono incompatibili, qualora si tenti di applicarli al medesimo presupposto. In proposito, occorre anzitutto distinguere fra l'ipotesi in cui l'applicazione di tali sanzioni fosse invocata dagli azionisti di minoranza pur in presenza di un intervento correttivo della Consob (ritenuto insufficiente) e quella in cui la loro applicazione fosse invocata per ovviare alla mancata adozione di ogni provvedimento da parte dell'autorità di vigilanza.

Nel primo scenario, le controindicazioni all'applicazione delle sanzioni *ex art.* 110 t.u.f. sarebbero particolarmente evidenti. Anzitutto, sarebbe irragionevole sanzionare l'offerente che si sia adeguato a un provvedimento autoritativo della pubblica amministrazione (ossia alla delibera con cui la Consob ha rettificato il prezzo d'offerta). In secondo luogo, per annullare la delibera adottata con il voto determinante dell'offerente il cui diritto era sospeso, il giudice ordinario non potrebbe semplicemente disapplicare il provvedimento di rettifica (perché una sua integrale disapplicazione farebbe venir meno anche l'accertamento relativo alla sussistenza della circostanza rilevante⁶³⁴), ma dovrebbe calcolare la misura dello scostamento dal valore di scambio dei titoli sostituendo la propria discrezionalità tecnica a quella dell'autorità di vigilanza, disapplicare la rideterminazione del prezzo operata da quest'ultima e procedere a un'autonoma rideterminazione, al fine di

⁶³³ In relazione a quest'ultima ipotesi, si rinnovano le perplessità manifestate alla nt. 522 in relazione all'applicazione di una misura sanzionatoria all'offerente che risulti estraneo alle condotte manipolative rilevanti.

⁶³⁴ Accertamento che la legislazione nazionale (art. 106, comma 3, lett. *d*), t.u.f.) demanda alla Consob, sulla scorta di quanto previsto dall'art. 5, par. 4, direttiva OPA. In proposito, il diritto UE ha compiuto una scelta chiara nell'affidare «tutti i poteri necessari per l'esercizio delle loro funzioni, tra cui l'obbligo di assicurarsi che le parti dell'offerta rispettino le norme adottate in applicazione della presente Direttiva» (art. 4, par. 5, primo alinea) alle autorità di vigilanza nazionali, al contempo delimitando precisamente i loro poteri (si pensi, ad esempio, all'obbligo di motivare e *rendere pubblica* qualsiasi decisione: art. 5, par. 4, primo e terzo alinea).

accertare che l'offerente ha violato l'obbligo di promuovere l'offerta al prezzo più alto "effettivamente" pagato. Si tratterebbe, in altri termini, di una (illegittima)⁶³⁵ disapplicazione parziale *in malam partem* di un provvedimento amministrativo. Infine, nell'ipotesi in cui fosse ammessa la tutela degli azionisti di minoranza avanti il giudice ordinario⁶³⁶ anche qualora la Consob fosse già intervenuta per correggere il prezzo d'offerta⁶³⁷, poiché questa tutela si aggiungerebbe a quella del giudice amministrativo (per l'impugnazione del provvedimento dell'autorità di vigilanza)⁶³⁸, potrebbe aversi un contrasto fra gli accertamenti delle due autorità giudiziarie, adite dagli stessi soci di minoranza o da (gruppi di) soci differenti⁶³⁹.

Benché le distorsioni più eclatanti derivino dall'applicazione dell'art. 110 t.u.f. in questo primo scenario, neppure la tesi per cui le sanzioni trovino applicazione solo in

⁶³⁵ Sebbene la disapplicazione parziale di un atto amministrativo da parte del giudice ordinario sia stata ritenuta ammissibile in linea teorica (cfr., ad es., Cass. 22 ottobre 1979, n. 5481), nel diritto processuale penale vige un vero e proprio divieto di disapplicazione parziale *in malam partem*, come corollario del principio di legalità della pena (Cass. pen., 24 febbraio 2010, n. 1047, con nota di TRIPODI, *La disapplicazione degli atti amministrativi da parte del giudice penale. Profili costituzionali*, in *Foro amm.*, 2010, 2017). Quest'ultimo principio, come noto, vige anche in materia di sanzioni amministrative (cfr. art. 1, comma 2, l. 24 novembre 1981, n. 689). Pertanto, dalla considerazione che la violazione del divieto di voto ex art. 110, comma 1, t.u.f. comporta l'applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria ex art. 192, comma 2, lett. b), t.u.f., sembra potersi inferire che la disapplicazione parziale *in malam partem* del provvedimento di rettifica adottato dalla Consob sia preclusa, qualora la stessa sia finalizzata ad accertare tale violazione.

⁶³⁶ È appena il caso di segnalare che le sanzioni del divieto di voto e dell'obbligo di alienazione della partecipazione eccedente operano *ex lege*, a prescindere da ogni intervento del giudice ordinario, il quale può essere adito per accertarne l'operatività o, più verosimilmente, per annullare la delibera adottata con il voto determinante del socio di controllo il cui diritto era sospeso (come specifica il primo comma della disposizione, rinviando all'art. 14, comma 6, t.u.f., tra i soggetti legittimati all'impugnazione vi è anche la Consob).

⁶³⁷ Per vero, le stesse problematiche ricorrerebbero qualora la Consob, all'esito del procedimento avviato ex art. 47-sexies Regolamento Emittenti, assumesse un provvedimento negativo, negando la sussistenza dei presupposti per intervenire sul prezzo d'offerta. Anche in questo caso, infatti, il provvedimento potrebbe essere oggetto di impugnazione avanti il TAR, per cui la proposizione di una parallela azione civile potrebbe dare luogo a un contrasto di accertamenti.

⁶³⁸ Cfr. *supra*, nt. 610 e testo corrispondente.

⁶³⁹ Peraltro, i soci che avessero portato in adesione all'OPA tutte le azioni detenute nella società *target*, mentre potrebbero adire il giudice amministrativo per ottenere una revisione della rettifica, non potrebbero agire in sede civile per l'annullamento della delibera, perché avrebbero perduto la propria qualità di soci.

assenza di ogni provvedimento da parte della Consob appare sostenibile⁶⁴⁰. La stessa, infatti, implicherebbe che a un identico presupposto (la «pattuizione per l'acquisto di titoli», la «collusione fra l'offerente e uno o più venditori» o il «fondato sospetto di manipolazione») sarebbero ricollegate conseguenze opposte (obbligo di acquisto a prezzo rettificato, ovvero obbligo di alienazione della partecipazione extra soglia) a seconda del momento in cui avviene l'accertamento della condotta rilevante (prima o dopo la chiusura del periodo d'offerta) e quindi, in ultima analisi, a seconda del livello di "reattività" dell'autorità di vigilanza. Si tratterebbe di un corollario inaccettabile, tanto più se si considera che sia l'intervento della Consob, sia la tutela giurisdizionale ordinaria, sono normalmente sollecitati dagli azionisti di minoranza, a cui sarebbe, nei fatti, rimessa la scelta sull'applicazione dell'uno o dell'altro rimedio di *public enforcement*⁶⁴¹.

A quanto precede si aggiunga che in entrambi i casi le previsioni di cui al comma 1-*bis* dello stesso art. 110 t.u.f. non potrebbero trovare applicazione, perché la Consob non potrebbe esercitare un potere che è già stato esercitato (primo scenario), ovvero si è esaurito con la chiusura del periodo d'offerta (secondo scenario). L'imposizione di un'OPA, per così dire, "riparatoria", infatti, è un rimedio concepito per il caso di mancato adempimento dell'obbligo di promuovere un'offerta⁶⁴² ed è incompatibile con una situazione in cui un'offerta è già stata promossa, sia pure a un prezzo inferiore a quello che sarebbe stato individuato in assenza di deviazioni dalla normale operatività della *highest price paid rule*⁶⁴³.

⁶⁴⁰ La tesi, a quanto consta, non è mai stata presa in esplicita considerazione dalla dottrina, sebbene sia stata sostenuta da Trib. Genova, 11 maggio 2016, ord., cit.

⁶⁴¹ Per tacere della difficoltà di riconoscere al giudice ordinario un autonomo potere di accertare la sussistenza e la portata della collusione, sulla quale ci si è già soffermati (v. *supra*, nt. 634 e testo corrispondente).

⁶⁴² Il comma 1-*bis*, infatti, è stato inserito (art. 3, comma 7, d. lgs. 19 novembre 2007, n. 229) nell'art. 110 t.u.f. sulla spinta del dibattito sorto attorno alla vicenda Sai Fondiaria, in cui l'obbligo di promuovere l'OPA era stato eluso e le sanzioni dell'art. 110, comma 1, t.u.f. erano diventate inapplicabili a causa della fusione intervenuta fra la società *target* e l'offerente.

⁶⁴³ In questo senso, non convince la tesi proposta in Trib. Genova, 11 maggio 2016, ord. (v. nt. 640), che, di fatto, assimila il potere di rettifica *ex art.* 106, comma 3, lett. *d*), t.u.f. al potere di imporre la

Al di là delle indicazioni che se ne possono ricavare sul piano sistematico, la circostanza che, al ricorrere delle circostanze di cui all'art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f., non vi sia spazio per l'OPA c.d. "riparatoria" fornisce un ulteriore argomento a sostegno dell'inapplicabilità dell'art. 110 t.u.f. Tra le funzioni del rimedio vi è, infatti, quella di contenere entro adeguati limiti temporali, funzionali alle decisioni sulle sorti finali delle azioni, la sanzione della sospensione del diritto di voto⁶⁴⁴. In questo senso, l'inapplicabilità del rimedio in questione comporterebbe che il voto dell'offerente resti sospeso *sine die*⁶⁴⁵, sicché ogni delibera adottata dall'assemblea della società *target* con il voto determinante dell'offerente potrebbe essere impugnata dagli azionisti di minoranza (anche da coloro che avessero acquistato le azioni successivamente alla promozione dell'OPA). In un simile contesto, si rischierebbe una paralisi dell'attività societaria (almeno fintantoché l'offerente rimanga socio di controllo), in aperto contrasto con il principio per cui «la società emittente non deve essere ostacolata nelle sue attività oltre un ragionevole lasso di tempo, per effetto di un'offerta sui suoi titoli»⁶⁴⁶, nonché con l'esigenza di salvaguardare la stabilità delle deliberazioni assembleari e dei loro effetti⁶⁴⁷.

promozione di un'offerta al prezzo indicato dalla Consob *ex art. 110, comma 1-bis, t.u.f.*, sostenendo che l'autorità di vigilanza possa alternativamente correggere il prezzo d'offerta o imporre la sospensione del voto e l'obbligo di alienazione *ex art. 110, comma 1, t.u.f.* In realtà, si tratta di poteri distinti, che si differenziano non solo quanto ai presupposti di esercizio, ma anche quanto all'ambito di discrezionalità accordato alla Consob nella misura della (ri)determinazione del corrispettivo (v. nt. 547) nonché – se si segue l'unica tesi compatibile con la configurabilità della violazione di un obbligo da parte dell'offerente che abbia realizzato le condotte rilevanti (cfr. § 3.1) – nella decisione in ordine all'*an* della stessa (v. nt. 554).

⁶⁴⁴ Cfr. art. 110, comma 1-*ter*, t.u.f.: «L'alienazione prevista dal comma 1 o la promozione dell'offerta prevista dal comma 1-*bis* fanno venire meno la sospensione del diritto di voto di cui al comma 1». In proposito, si veda anche Trib. Genova, 8 novembre 2016, ord. e 28 luglio 2017.

⁶⁴⁵ Fatta salva l'ipotesi in cui l'offerente si risolva ad alienare la partecipazione eccedente entro l'anno successivo (se l'alienazione intervenisse successivamente, infatti, si ritiene che la sospensione del diritto di voto non cesserebbe: cfr. F. M. MUCCIARELLI, nt. 31, 1107).

⁶⁴⁶ Art. 3, par. 1, lett. f), direttiva OPA.

⁶⁴⁷ In proposito si vedano, *ex multis*, SACCHI, *Gli effetti della sentenza che accoglie l'impugnazione di delibere assembleari di s.p.a.*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, I, 141 e GUERRERA, *I rimedi tra effettività della tutela e stabilità del deliberato assembleare*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 362.

Da ultimo, si consideri che l'applicazione delle sanzioni di cui all'art. 110 t.u.f. nei casi in esame non darebbe adeguata soddisfazione alla principale esigenza di tutela invocata per ricercare nel sistema rimedi ulteriori rispetto alla correzione autoritativa del prezzo di offerta⁶⁴⁸. Infatti, né la sospensione del diritto di voto, né l'obbligo di alienare la partecipazione eccedente realizzerebbero l'interesse dell'azionista di minoranza a ricevere un'offerta a un prezzo che rispecchi il valore di scambio dei titoli della *target*⁶⁴⁹.

6. Le misure sanzionatorie applicabili in casi specifici come disincentivi all'elusione della regola del prezzo più alto pagato da parte dell'offerente: repressione degli abusi di mercato e controllo sul documento d'offerta.

La conclusione appena raggiunta, per cui le sanzioni previste per la violazione degli obblighi inerenti la disciplina dell'OPA obbligatoria non possono trovare applicazione in relazione alle fattispecie descritte dall'art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f., suggerisce di ricercare altrove risposte adeguate alle esigenze di tutela che il meccanismo della correzione autoritativa del prezzo d'offerta non riesce a soddisfare, a causa dell'inerzia dell'autorità di vigilanza o dell'insufficienza del suo intervento⁶⁵⁰, ovvero dei limiti intrinseci di uno strumento meramente ripristinatorio⁶⁵¹.

Da quest'ultimo punto di vista, l'applicazione di rimedi ulteriori appare tanto più necessaria, quanto più pericolosa per l'integrità del mercato dei capitali risulta la condotta che ha alterato il funzionamento della *highest price paid rule*. In effetti, le circostanze rilevanti ai fini della modifica verso l'alto del corrispettivo d'offerta possono risultare integrate da comportamenti che, oltre a incidere sul prezzo

⁶⁴⁸ V. *supra*, § 4.

⁶⁴⁹ Lo scopo delle sanzioni in questione può essere individuato, piuttosto, nell'impedire il prodursi di effetti sul piano gestionale di un trasferimento del controllo avvenuto illegittimamente. In proposito, cfr. Trib. Milano, 29 maggio 2008; GATTI, (nt. 67), 790; BENAZZO, *Le «pene civili» nel diritto privato d'impresa*, Giuffrè, 2005, 223.

⁶⁵⁰ V. *supra*, § 4, sub (i).

⁶⁵¹ V. *supra*, § 4, sub (ii).

dell'offerta obbligatoria, compromettono la trasparenza e la regolarità delle negoziazioni su titoli quotati⁶⁵². In proposito, tuttavia, occorre considerare che alcuni di questi comportamenti rilevano anche come autonome ipotesi di illecito e, in quanto tali, comportano l'applicazione di sanzioni di varia natura a carico dei loro autori.

In questo quadro viene in considerazione, in particolare, la manipolazione dei prezzi a cui i titoli della società *target* sono scambiati sul mercato regolamentato, che può dare adito non soltanto alla rideterminazione al rialzo del corrispettivo d'offerta, ma anche all'applicazione della disciplina in materia di abusi di mercato. Come chiarito, infatti, il riferimento alla "manipolazione dei prezzi" da parte degli artt. 106, comma 3, lett. *d*), n. 3 t.u.f. e 47-*novies* Regolamento Emittenti⁶⁵³ rimanda direttamente alla definizione di «manipolazione di mercato» di cui agli artt. 185, comma 1, t.u.f. e 12 MAR e, indirettamente, alle connesse disposizioni sanzionatorie⁶⁵⁴. La correlazione tra le norme appena richiamate appare ulteriormente rafforzata dalla circostanza che, perché il sospetto di manipolazione possa risultare "fondato", l'art. 47-*quater*, comma 2, Regolamento Emittenti⁶⁵⁵ richiede che sia stato perlomeno avviato un procedimento sanzionatorio a carattere amministrativo o penale⁶⁵⁶. Da questa

⁶⁵² Si ribadisce che la tesi sostenuta in questa sede (cfr. nt. 509 e 539), per cui i presupposti della rideterminazione al rialzo del prezzo d'offerta possono risultare integrati anche in assenza di condotte illecite dell'offerente e delle persone che agiscono di concerto, non arriva a negare che simili aspetti patologici possano, nel caso concreto, risultare sussistenti.

⁶⁵³ Al pari del riferimento operato dagli artt. 106, comma 3, lett. *c*), n. 1 t.u.f. e 47-*quinquies* Regolamento Emittenti, in relazione alla rettifica in diminuzione del corrispettivo d'offerta. Sulla specularità tra i presupposti in questione, cfr. *supra*, § 1.2, in particolare alla nt. 322.

⁶⁵⁴ Cfr. artt. 185 ss. e 187-*ter* ss. t.u.f., che definiscono le sanzioni penali e amministrative (rispettivamente) applicabili in caso di manipolazione dei prezzi di mercato.

⁶⁵⁵ A cui rinvia l'art. 47-*novies*, comma 4, del medesimo regolamento, nel disciplinare l'ipotesi in cui il "fondato sospetto di manipolazione" sia presupposto per la correzione *al rialzo* del prezzo d'offerta: cfr. *supra*, § 1.2, nt. 329 e testo corrispondente.

⁶⁵⁶ La norma richiede, infatti, che ricorra almeno una delle seguenti circostanze: a) trasmissione al pubblico ministero della relazione motivata di cui all'articolo 187-*decies*, comma 2, t.u.f.; b) adozione di uno dei provvedimenti di natura cautelare indicati all'articolo 187-*octies* t.u.f.; c) contestazione degli addebiti per la violazione dell'articolo 187-*ter* t.u.f.; d) esercizio dell'azione penale ai sensi dell'articolo 405 c.p.p.; e) disposizione di una misura cautelare nei confronti della persona sottoposta alle indagini o dell'imputato.

notazione emerge con chiarezza che la medesima condotta di manipolazione di mercato, qualora influisca sul prezzo dei titoli che formeranno oggetto di OPA obbligatoria, può attivare sia il meccanismo di modifica verso l'alto del corrispettivo, sia distinti procedimenti sanzionatori in sede amministrativa o penale⁶⁵⁷. Questo significa che il potenziale offerente, qualora manipolasse i prezzi al fine di contenere artificialmente i costi connessi alla promozione dell'OPA obbligatoria, non rischierebbe "soltanto" di perdere in tutto o in parte i vantaggi che si riprometteva di conseguire attraverso l'operazione⁶⁵⁸, ma anche di incorrere nelle incisive sanzioni di cui agli artt. 185 ss. e 187-ter ss. t.u.f.⁶⁵⁹

In questo senso, il sistema di prevenzione e repressione degli abusi di mercato svolge un'importante funzione deterrente rispetto alla realizzazione di condotte manipolative in vista dell'acquisizione del controllo di una società quotata. Per contro, esso non offre alcuna tutela diretta rispetto all'interesse degli azionisti di minoranza a ricevere un'offerta a un prezzo pari al valore di scambio dei titoli della *target*⁶⁶⁰, che, in mancanza di un tempestivo intervento della Consob, rimarrebbe inevitabilmente frustrato, anche qualora gli autori della manipolazione di mercato venissero in un secondo tempo sanzionati.

⁶⁵⁷ In particolare, una volta riconosciuto il carattere non sanzionatorio del provvedimento *ex art.* 106, comma 3, lett. *d*), t.u.f. e l'estraneità dello stesso alla c.d. "materia penale", non si profilano questioni legate al divieto di cumulo sanzionatorio (in relazione al quale si rinvia a SCOLETTA, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurounitaria degli abusi di mercato*, in *Società*, 2016, 218).

⁶⁵⁸ V. *supra*, § 4, sub (ii).

⁶⁵⁹ Naturalmente, per l'irrogazione delle sanzioni si richiede la piena prova della condotta manipolativa, non essendo sufficiente il "fondato sospetto" (cfr. *supra*, nt. 524 e testo corrispondente). Si consideri, inoltre, che l'elemento soggettivo-volitivo, irrilevante ai fini della rettifica in aumento del prezzo d'offerta (v. *supra*, §§ 1.2 e 2.1), è invece parte integrante dell'accertamento dell'illecito amministrativo o penale (cfr. art 3, l. 24 novembre 1981, n. 689 – rubricato, appunto, "elemento soggettivo" – in materia di sanzioni amministrative e art. 42 c.p., nell'interpretazione "costituzionalmente orientata" di C. Cost., 24 marzo 1988, n. 364 e 13 dicembre 1988, n. 1085, in materia di reati). Inoltre, al contrario dell'intervento correttivo della Consob (subordinato alla valutazione discrezionale circa la necessità di "tutelare gli investitori": cfr. *supra*, § 3.2), l'irrogazione delle sanzioni non comporta l'esercizio di discrezionalità amministrativa (in proposito si veda la nt. 548).

⁶⁶⁰ V. *supra*, § 4, nt. 608 e testo corrispondente.

Accanto alla manipolazione dei prezzi di mercato, tra le situazioni che compromettono maggiormente l'integrità e la trasparenza del mercato, si colloca l'ipotesi in cui l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo abbiano concluso *clandestinamente* con gli azionisti della società *target* accordi ulteriori rispetto all'acquisto della partecipazione rilevante. Si è detto che tra gli elementi costitutivi delle fattispecie di cui all'art. 106, comma 3, lett. d), n. 1 e 2 t.u.f. non ricorre la "clandestinità" della pattuizione secondaria⁶⁶¹: questo significa che, ai fini dell'aumento autoritativo del prezzo d'offerta, non viene in considerazione il carattere occulto o manifesto degli accordi per l'acquisto di ulteriori titoli, ovvero dell'inclusione di affari collaterali nel perimetro dell'operazione⁶⁶². Tale elemento, tuttavia, può risultare determinante per l'applicazione di rimedi ulteriori.

In effetti, quando la conclusione di contratti paralleli è stata resa nota al mercato con mezzi idonei⁶⁶³, l'offerente corre unicamente⁶⁶⁴ il rischio che la Consob, accertando la sussistenza di uno scostamento fra prezzo dichiarato nel documento d'offerta e prezzo più alto "effettivamente" pattuito o pagato, intervenga per rideterminare al rialzo il corrispettivo, nella misura necessaria a ripristinare l'esatto funzionamento della *highest price paid rule*⁶⁶⁵.

Per contro, tacendo la stipulazione di tali contratti, egli si espone anzitutto all'esercizio, da parte della stessa autorità di vigilanza, dei poteri interdittivi di cui

⁶⁶¹ In proposito si rinvia alle argomentazioni svolte *supra*, § 1.5.1

⁶⁶² Cfr. *supra*, §§ 1.4 (con riferimento alla «pattuizione per l'acquisto di titoli») e 1.5 ss. (con riferimento alla «collusione») rispettivamente.

⁶⁶³ Non si tratta di un'ipotesi di scuola, dal momento che, nei precedenti noti in materia di collusione, gli affari collaterali erano stati persino menzionati nello stesso documento d'offerta, come riportato alla nt. 388.

⁶⁶⁴ Fatta salva la precisazione di cui alla nt. 614, per cui nel caso considerato l'offerente rischia altresì che la Consob sopravvaluti gli effetti della specifica condotta considerata, aumentando il corrispettivo d'offerta in misura superiore a quanto sarebbe stato necessario per ripristinare la normale operatività della *highest price paid rule*.

⁶⁶⁵ A proposito della funzione ripristinatoria della rettifica del prezzo d'offerta e della discrezionalità tecnica di cui l'autorità di vigilanza dispone in relazione alla misura di tale rettifica, v. *supra*, §§ 2.2 s.

all'art. 102, comma 6, t.u.f.⁶⁶⁶, nonché dei poteri sanzionatori di cui all'art. 192 t.u.f. L'omissione di ogni informativa circa l'esistenza di pattuizioni secondarie, infatti, può integrare una violazione degli obblighi di trasparenza, rilevante per la sospensione "cautelare" di cui alla lett. a) della disposizione da ultimo citata (in caso di «fondato sospetto»), nonché per la decadenza dall'offerta di cui alla successiva lett. c) (in caso di «accertata violazione»)⁶⁶⁷, a patto che la Consob venga a conoscenza delle stesse in tempo utile per l'adozione di tali provvedimenti, ossia entro la chiusura del periodo d'offerta⁶⁶⁸. Essa, inoltre, rileva per l'applicazione delle incisive sanzioni amministrative pecuniarie che l'art. 192 t.u.f. commina, tra l'altro, nei confronti di chiunque promuova un'offerta pubblica di acquisto o di scambio «in violazione delle disposizioni dell'articolo 102, commi 1, 3 e 6».

⁶⁶⁶ Le medesime misure potrebbero essere disposte anche nei confronti dell'offerente che abbia consapevolmente omesso di indicare nel documento d'offerta l'esistenza di fatti idonei a integrare il "fondato sospetto di manipolazione". Come chiarito (v. *supra*, § 1.2), l'art. 47-*quater*, comma 2, Regolamento Emittenti ha specificato il che il "fondato sospetto" di cui all'art. 106, comma 3, lett. d), n. 4 t.u.f. ricorre quando sia stato quanto meno contestato l'illecito amministrativo o il reato (cfr. nt. 304). Pertanto, quando l'autore della sospettata condotta manipolativa è un soggetto legato all'offerente, questi difficilmente potrà invocare l'ignoranza della circostanza e dovrà darne notizia nel documento d'offerta (eventualmente nel supplemento da allegare al documento ai sensi dell'art. 38, comma 5, Regolamento Emittenti, ove la stessa si sia verificata o sia stata riscontrata successivamente), anche qualora reputi l'addebito infondato. Diversamente, nell'ipotesi in cui la manipolazione sia stata contestata a un soggetto terzo (cfr. *supra*, nt. 328 e testo corrispondente) e l'offerente non sia venuto a conoscenza dell'avvio del relativo procedimento, la Consob potrà richiederne l'indicazione ai sensi dell'art. 102, comma 4, t.u.f.

⁶⁶⁷ La tesi dell'applicabilità delle misure interdittive all'offerta obbligatoria è sostenuta, in particolare, da A. MORELLO, (nt. 146), 69, il quale, nell'esemplificare i comportamenti illeciti che possono dare luogo alla loro adozione, considera l'ipotesi in cui «nel contesto di un'OPA obbligatoria, l'offerente, tramite società interposte, proceda all'acquisto di azioni della società bersaglio senza, però, fornire in sede del procedimento di offerta alcuna informativa così condizionando (ovviamente al ribasso) il prezzo dell'OPA»; pur in assenza di espliciti riferimenti, la fattispecie descritta nell'esempio riportato appare chiaramente riconducibile allo schema della «pattuizione per l'acquisto di titoli», ex art. 106, comma 3, lett. d), n. 1 t.u.f. e 47-*septies* Regolamento Emittenti, realizzata clandestinamente dall'offerente, per il tramite di soggetti a lui legati (v. *supra*, § 1.4).

⁶⁶⁸ L'art. 102, comma 6, t.u.f., infatti, chiarisce che i poteri interdittivi dell'autorità di vigilanza possono essere esercitati soltanto «in pendenza dell'offerta». Pertanto, la previsione della misura interdittiva in questione, pur rappresentando un efficace deterrente, non risolve le problematiche connesse all'eventualità di una scoperta tardiva della circostanza che potrebbe legittimare l'intervento dell'autorità di vigilanza.

A ciò si aggiunga che queste stesse condotte⁶⁶⁹ potrebbero talora assumere rilievo anche ai fini dell'integrazione di specifiche ipotesi di reato⁶⁷⁰, quali l'«ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza», ex art. 2368, c.c.⁶⁷¹, e il «falso in prospetto», ex art. 173-bis t.u.f. (applicabile, a dispetto della rubrica, anche in caso di «falso in documento d'offerta»)⁶⁷², per il cui accertamento varrebbero esclusivamente i limiti temporali operanti in materia di prescrizione del reato.

⁶⁶⁹ Inclusa l'omessa indicazione della sussistenza di una delle circostanze tipizzate dall'art. 47-*quater*, comma 2, Regolamento Emittenti, ove conosciuta dall'offerente (cfr. nt. 666).

⁶⁷⁰ In proposito, si richiama che ricava il principio generale che ACCINNI (*Opa obbligatoria e condotta "artificiosa" nel reato di aggio c.d. "manipolativo"*, in *Riv. Soc.*, 2006, 73) ricava dalla pronuncia Cass. pen., 13 novembre 1997, n. 870 (in *Cass. pen.*, 1999, 1140): «il mendacio ed il silenzio hanno cittadinanza nell'area penale, come pure ha ben chiarito la giurisprudenza di legittimità consolidata in materia di truffa negoziale, allorquando il soggetto che mente o tace ha l'obbligo giuridico di manifestare certe cose e di esporle tempestivamente in forma veritiera e completa», ove «la fonte del dovere di informazione può ben risiedere anche in una norma extrapenale».

⁶⁷¹ La norma richiamata, per vero, delinea due fattispecie autonome di reato, equiparate a fini sanzionatori: la prima di mera condotta, a forma vincolata (condotte alternative di omessa comunicazione di informazioni dovute o di ricorso a mezzi fraudolenti) e a dolo specifico (fine di ostacolare l'esercizio delle funzioni di vigilanza); la seconda di evento (ostacolo delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza), a forma libera («in qualsiasi forma») e a dolo generico. In relazione alle circostanze previste dall'art. 106, comma 3, lett. d), nn. 1 e 2 t.u.f., qualora la carenza di ogni informativa circa la conclusione di ulteriori accordi abbia precluso il tempestivo intervento della Consob sul prezzo dell'OPA, potrebbe risultare integrata questa seconda fattispecie, in cui «la condotta vietata è assai meno circoscritta e identificata soltanto attraverso il nesso eziologico con l'impedimento alle funzioni di vigilanza ("in qualsiasi forma"), includendovi ogni ipotesi anche di carattere omissivo» (così Cass. pen., 7 dicembre 2012, n. 49362, in relazione alla nota vicenda giudiziaria sorta dalla scalata di Unipol su BNL, per la cui puntuale ricostruzione si rinvia a MAGRO, *Il caso Bnl-Unipol: la scalata "occulta"*, in *Casi di diritto penale dell'economia, I, Impresa e mercato (Cirio, Parmalat, Antonveneta, Bnl-Unipol)*, a cura di Foffani e Castronuovo, Il Mulino, 2015, 171).

⁶⁷² «Chiunque, allo scopo di conseguire per sé o per altri un ingiusto profitto, nei prospetti richiesti per l'offerta al pubblico di prodotti finanziari o l'ammissione alla quotazione nei mercati regolamentati, ovvero nei documenti da pubblicare in occasione delle offerte pubbliche di acquisto o di scambio, con l'intenzione di ingannare i destinatari del prospetto, espone false informazioni od occulta dati o notizie in modo idoneo a indurre in errore i suddetti destinatari, è punito con la reclusione da uno a cinque anni». Dalla lettera della disposizione, in effetti, emerge che il documento d'offerta, al pari del prospetto informativo, è ricompreso nell'elencazione tassativa dei possibili oggetti materiali del reato in questione; con riferimento alla condotta tipica, invece, occorre sottolineare che non ogni carenza o omissione di informazioni è incriminata, dal momento che «occultare non è sinonimo di omettere, e implica un comportamento penalmente più pregnante» (così SGUBBI, *Il falso in prospetto*, in *Le nuove regole del mercato finanziario*, Cedam, 2009, 657), sicché presumibilmente rileveranno le sole ipotesi in cui l'esistenza di pattuizioni collaterali è stata nascosta (e non meramente taciuta) dall'offerente. Per quanto riguarda l'elemento soggettivo, la norma richiede tanto il dolo specifico («allo scopo di conseguire per sé o per altri un ingiusto profitto»), quanto il dolo intenzionale («con l'intenzione di ingannare i destinatari del prospetto»), per l'accertamento dei quali – in capo alle persone fisiche

Anche in questo caso, tuttavia, se è vero che la prospettiva di incorrere in sanzioni amministrative e penali appare idonea, in un'ottica preventiva, a disincentivare la violazione degli obblighi di trasparenza da parte dell'offerente intenzionato a eludere la regola del prezzo più alto pagato, è vero pure che l'irrogazione di tali sanzioni non risulta in grado, in un'ottica repressiva, di dare adeguata soddisfazione all'interesse degli azionisti di minoranza ad ottenere un'opportunità di disinvestimento a condizioni non penalizzanti⁶⁷³.

7.1 La responsabilità risarcitoria: profili generali.

La rassegna dei rimedi, diversi dalla correzione autoritativa del prezzo d'offerta, esperibili nel caso in cui lo scostamento dalla normale operatività della *highest price paid rule* sia stato determinato da condotte patologiche dell'offerente o di soggetti allo stesso riconducibili, lascia alcune questioni aperte. Anzitutto, nessuno degli strumenti analizzati ha portata generale, ma ciascuno di essi può essere azionato soltanto in contesti specifici, con riferimento esclusivamente ad alcune tra le circostanze contemplate dall'art. 106, comma 3, lett. d), purché ricorrano presupposti ulteriori rispetto a quelli che avrebbero potuto dare adito a una rideterminazione al rialzo del corrispettivo dell'OPA. Inoltre, come già segnalato a più riprese, tali strumenti non consentono di tutelare adeguatamente l'aspettativa dell'azionista di realizzare il valore di scambio dell'azione, ma soltanto di prevenire, in una prospettiva *ex ante*, ovvero reprimere, in una prospettiva *ex post*, i comportamenti opportunistici del (potenziale) offerente e delle persone che agiscono di concerto con il medesimo.

In considerazione di entrambi i profili, sembra opportuno interrogarsi sulla possibilità di invocare *altre forme* di tutela di tale aspettativa, di portata sufficientemente ampia da coprire tutte le ipotesi in cui la stessa può risultare delusa.

responsabili – si richiederanno elementi ulteriori e diversi rispetto a quanto prescritto per la correzione autoritativa del prezzo d'offerta (cfr. *supra*, § 1.5.3).

⁶⁷³ V. *supra*, § 4, nt. 608 e testo corrispondente.

In questo senso, vengono in considerazione, in particolare, gli strumenti di diritto comune, sul cui ruolo nell'ambito della disciplina dell'OPA obbligatoria occorre soffermarsi brevemente, prima di affrontare il tema della risarcibilità del danno provocato dall'alterazione del funzionamento della regola del prezzo più alto pagato.

7.2 OPA obbligatoria e *private enforcement*. Il caso Sai – Fondiaria.

La questione relativa allo spazio per l'azione privata nel campo della regolamentazione del mercato del controllo può essere affrontata sotto una duplice prospettiva. In primo luogo, occorre chiedersi se, in linea teorica, sia ammissibile il ricorso a strumenti di *private enforcement* in un settore dominato dalla regolazione pubblica quale la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio; in secondo luogo, mantenendo l'impostazione seguita in questo lavoro, incentrata sul paradigma dell'efficienza del mercato del controllo⁶⁷⁴, appare doveroso valutare se il ricorso a tali strumenti sia in grado contribuire attivamente al perseguimento dell'obiettivo dell'efficiente allocazione del controllo societario, ovvero si ponga in conflitto con lo stesso.

Il primo interrogativo è stato oggetto di un ampio dibattito, alimentato dalla *querelle* sorta nell'ambito dell'operazione che ha reso possibile l'acquisizione del controllo su Fondiaria da parte di Mediobanca, Sai e della controllante di quest'ultima, Premafin, in violazione della disciplina dell'OPA obbligatoria. In quella sede, l'esigenza di ricorrere agli strumenti di diritto comune per reagire alla suddetta violazione discendeva dalla circostanza che l'operazione, realizzata grazie al concerto occulto degli acquirenti, fosse sfociata nella fusione tra Fondiaria e Sai prima che fossero attivate le contromisure di cui all'art. 110 t.u.f.; in effetti, poiché in quell'occasione la successiva alienazione delle azioni "eccedenti" sulla base al rapporto di cambio non aveva impedito a Premafin di mantenere il controllo sulla società risultante dalla

⁶⁷⁴ Sulla giustificazione di tale scelta, cfr. cap. I, § 2.5, con specifico riferimento alla nt. 86.

fusione⁶⁷⁵, si era posto il tema della risarcibilità del danno cagionato dall'omessa promozione dell'offerta.

Per vero, già nel vigore della legge 19 febbraio 1992, n. 142, la giurisprudenza aveva aperto alla possibilità di risarcire il danno da mancata OPA, per lesione del «legittimo affidamento nel proprio diritto a ricevere il premio di maggioranza, confidando nell'adempimento di un obbligo di legge rimasto inadempito»⁶⁷⁶, ma la soluzione aveva incontrato lo scetticismo dei commentatori⁶⁷⁷. L'acquisizione di Fondiaria, tuttavia, si inseriva in un mutato quadro normativo, in cui il passaggio al metodo della "soglia fissa" registrato con l'introduzione del Testo Unico della Finanza⁶⁷⁸ aveva fornito un valido argomento per sostenere il sorgere di un vero e proprio obbligo giuridico di promuovere l'offerta in capo allo scalatore che avesse superato tale soglia, nonché di un correlativo diritto di riceverla in capo agli azionisti della *target*⁶⁷⁹.

La tesi del "diritto all'OPA" è stata espressamente abbracciata dal Tribunale di Milano⁶⁸⁰, che, nell'accogliere le pretese risarcitorie avanzate dagli azionisti di minoranza di Fondiaria, ha qualificato come contrattuale la responsabilità del mancato offerente, individuandone la fonte ora nella legge⁶⁸¹, ora nel contratto

⁶⁷⁵ Per la puntuale ricostruzione della vicenda si veda, per tutti, DESANA, (nt. 35), 65.

⁶⁷⁶ Cfr. Trib. Milano, 23 giugno 1997.

⁶⁷⁷ Si vedano, ad es., WEIGMANN, (nt. 18), 565, nonché ROMAGNOLI, *Omissione di OPA obbligatoria e violazione della parità di trattamento degli oblati: aspetti problematici delle conseguenze*, in *Riv. dir. comm.*, 1997, I, 617.

⁶⁷⁸ Cfr. nt. 31 e testo corrispondente.

⁶⁷⁹ Sulla correlazione tra "soglia fissa" e configurabilità di un vero e proprio obbligo giuridico, si vedano, in particolare, TUCCI, (nt. 554), 280 e MOSCA, (nt. 138), 1321, nota 91.

⁶⁸⁰ Le pronunce si caratterizzano per la coerenza crescente dell'apparato argomentativo impiegato: si vedano, *inter alia*, Trib. Milano 26 Maggio 2005, 8 Maggio 2006, 10 Ottobre 2006, 2 Maggio 2007, 29 Maggio 2008, 15 Marzo 2010.

⁶⁸¹ In questo senso si veda, ad es., Trib. Milano, 17 maggio 2007, in *Giur. comm.*, 2008, II, 465, con nota di CACCHI PESSANI, *Violazione dell'obbligo di OPA e risarcimento del danno*, 496. Riconoscono la natura legale dell'obbligazione, fra gli altri, ENRIQUES, (nt. 4), 237; COSTI - ENRIQUES, (nt. 54), 169; WEIGMANN, (nt. 133), 1652; ROMAGNOLI, *Responsabilità contrattuale per omissione d'opa obbligatoria e tutela risarcitoria subordinata* (nota a Trib. Milano, 26 maggio 2005), in *N. giur. civ. comm.*, 2006, 437.

sociale⁶⁸². Le iniziali resistenze della Corte di Appello meneghina nei confronti di tale ricostruzione teorica⁶⁸³, fondate alternativamente sulla tesi del “diritto al procedimento”⁶⁸⁴ ovvero sull’argomento della *lex perfecta*⁶⁸⁵, sono state definitivamente sopite dall’intervento della Cassazione, che ha convalidato l’interpretazione del Tribunale, sia pure sulla base di motivazioni in parte nuove⁶⁸⁶. La Suprema Corte, in particolare, ha negato il carattere residuale del rimedio risarcitorio rispetto all’irrogazione delle sanzioni di cui all’art. 110 t.u.f.⁶⁸⁷, sostenendo che i due strumenti si muovono su piani distinti, l’uno relativo all’interesse pubblico al «buon funzionamento del mercato finanziario», l’altro all’interesse dei singoli azionisti a non essere danneggiati dal mutamento nell’assetto proprietario⁶⁸⁸; se la

⁶⁸² In questo senso si veda, in particolare, Trib. Milano, 7 giugno 2007, in *Giur. comm.*, 2008, II, 472, con nota di CACCHI PESSANI, (nt. 681), 496.

⁶⁸³ Si vedano, fra le altre, le pronunce di App. Milano 15 Gennaio 2007, 19 Giugno 2007, 20 Dicembre 2007 e 27 Febbraio 2012.

⁶⁸⁴ Secondo tale tesi, sostenuta, ad es., da App. Milano 15 Gennaio 2007 e 19 Giugno 2007, dall’art. 106 t.u.f. discenderebbe esclusivamente l’obbligo di presentare un’offerta contrattuale, e non già l’obbligo di concludere un contratto, come parrebbe confermato dall’incoercibilità in forma specifica, *ex art.* 2932 c.c., di quest’ultimo. Conseguentemente, il diritto degli azionisti di minoranza a vendere le proprie partecipazioni a un dato prezzo sorgerebbe soltanto al completamento della procedura di pubblicazione del prospetto. Secondo questa impostazione, i mancati oblati potrebbero far valere soltanto la lesione dell’affidamento riposto sul rituale adempimento dell’*iter* procedimentale, finalizzato al perfezionamento dell’offerta, per ottenere un risarcimento commisurato all’interesse negativo, *ex art.* 1337 c.c. Per convincenti obiezioni alle argomentazioni in discorso, cfr. TUCCI, (nt. 554), 284, nonché P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, 2008, 307.

⁶⁸⁵ Cfr. App. Milano, 27 Febbraio 2012, sulla scorta di un precedente orientamento dottrinale, per il quale si veda, tra gli altri, CARBONETTI, *Opa obbligatoria e diritti degli azionisti*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2005, 643. L’argomento poggia sulla convinzione che la disciplina sull’OPA obbligatoria e l’apparato sanzionatorio che la correda formino un sistema, per così dire, autosufficiente, in cui non potrebbero trovare spazio iniziative giudiziarie autonome dei singoli interessati; esso appare superato, tuttavia, dalla considerazione per cui i rimedi risarcitori tutelino un interesse distinto rispetto a quello perseguito dalle sanzioni *ex art.* 110 t.u.f. e possano, pertanto, coesistere con queste ultime (v. GATTI, nt. 67, 788, nonché le osservazioni espone *infra* nel testo).

⁶⁸⁶ Cfr. Cass., 10 agosto 2012, nn. 14392 e 14400; 26 settembre 2013, n. 22099; 13 ottobre 2015, n. 20560; 4 aprile 2016, n. 6504.

⁶⁸⁷ Sostenuto dal Tribunale di Milano in alcune delle pronunce richiamate: si veda, ad es., Trib. Milano, 9 giugno 2005.

⁶⁸⁸ Cfr. Cass., 10 agosto 2012, n. 14400: «appare innegabile che il descritto meccanismo legale [l’OPA obbligatoria, *ndr*], pur se concepito anche per la realizzazione di finalità pubblicistiche inerenti al buon funzionamento del mercato finanziario (che giustificano il regime sanzionatorio dal quale la disciplina in esame è corredata), nell’immediato è destinato a realizzare il soddisfacimento di un interesse facente capo ai soci di minoranza, cui il Legislatore vuole che l’offerta d’acquisto sia rivolta affinché

salvaguardia del primo è affidata alla cura dell'autorità di vigilanza e alle misure sanzionatorie che essa è chiamata ad amministrare, ciascun investitore può invocare in via autonoma la tutela del secondo, nella dimensione privata dell'azione risarcitoria⁶⁸⁹. Nel confermare la natura contrattuale della responsabilità dell'offerente, infine, la Cassazione ha valorizzato la configurabilità di un obbligo preesistente, di fonte legale⁶⁹⁰, volontariamente assunto dallo scalatore al momento del superamento della soglia rilevante nei confronti della generalità degli azionisti della società *target*.

I richiamati approdi giurisprudenziali non hanno trovato espresso riconoscimento normativo, neppure in occasione dell'attuazione della direttiva OPA⁶⁹¹; al contrario, il d. lgs. 229/2007, proprio sulla scorta della vicenda Fondiaria - Sai⁶⁹², ha provveduto a dotare la Consob di un nuovo strumento di reazione all'inadempimento all'obbligo di offerta, introducendo al comma 1-*bis* dell'art. 110 t.u.f. il meccanismo dell'OPA c.d. "riparatoria"⁶⁹³. Ciononostante, alla luce della ricostruzione della disciplina operata dalla Cassazione, non sembra potersi dubitare che, anche nel mutato quadro normativo, sia ammessa l'interazione fra *private* e *public enforcement* nel campo delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio⁶⁹⁴.

essi possano scegliere se conservare la titolarità delle loro azioni, confidando in un futuro aumento del valore e della redditività delle stesse, o se monetizzarle per beneficiare anch'essi in qualche misura del premio di maggioranza».

⁶⁸⁹ Cfr. Cass., 10 agosto 2012, n.14400, in *Giur. It.*, 2013, 69, con nota di DESANA, (nt. 35).

⁶⁹⁰ In questo senso si vedano, in particolare, le pronunce Cass., 26 settembre 2013, n. 22099 e Cass., 13 ottobre 2015, n. 20560, nonché FOTTICCHIA, (nt. 24), 502.

⁶⁹¹ Sul punto si vedano le perplessità manifestate da F. M. MUCCIARELLI, (nt. 365), 471.

⁶⁹² V. F. M. MUCCIARELLI, (nt. 365), 472 e ID., (nt. 3), 208.

⁶⁹³ A proposito di tale meccanismo, cfr. nt. 554; l'introduzione della previsione di cui all'art. 110, comma 1-*bis*, t.u.f. è stata talora interpretata come un tentativo (incompiuto) del legislatore di perseguire l'autosufficienza dell'*enforcement* pubblico (in questo senso, ad. es., FOTTICCHIA, nt. 24, 507).

⁶⁹⁴ In effetti, quand'anche si ritenesse che l'introduzione del meccanismo di OPA "riparatoria" abbia ridotto ai minimi termini lo spazio per l'azione risarcitoria, questa considerazione non varrebbe nelle ipotesi di deviazione dalla *highest price paid rule*, atteso che, per le ragioni già chiarite (cfr. *supra*, § 5), tale rimedio non risulta applicabile alle fattispecie di cui all'art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f. Della possibilità di invocare una tutela di tipo risarcitorio in tali circostanze danno atto, peraltro, le stesse pronunce Trib. Genova, 8 novembre 2016, ord. e 28 luglio 2017, già richiamate a proposito della «

7.3 (segue) Il contributo del *private enforcement* al perseguimento dell'efficienza del mercato del controllo societario.

Una volta chiarito che la regolazione a carattere marcatamente pubblicistico dell'OPA non preclude il ricorso ai rimedi di diritto comune in caso lesione di posizioni giuridiche soggettive, occorre analizzare il ruolo dell'iniziativa privata degli investitori nel perseguimento degli obiettivi di efficienza a cui l'esercizio dei poteri della Consob è preordinato, *ex art. 91 t.u.f.*

Il punto di partenza del ragionamento risiede nella constatazione della possibilità che l'azione dell'autorità di vigilanza si riveli insufficiente a prevenire o, quanto meno, reprimere ogni violazione o elusione della disciplina dell'OPA obbligatoria⁶⁹⁵. Questo vale non soltanto nelle ipotesi in cui sia rimasto inadempito l'obbligo di promuovere un'offerta⁶⁹⁶, ma anche in caso di scostamento tra il prezzo dichiarato nel documento d'offerta e l'utilità effettivamente riconosciuta dall'offerente alle azioni della società *target*⁶⁹⁷; in effetti, come già evidenziato⁶⁹⁸, può accadere che tale scostamento non sia tempestivamente rilevato dalla Consob, con la conseguenza che la corretta operatività della *highest price paid rule* non venga opportunamente ripristinata⁶⁹⁹.

collusione fra l'offerente e uno o più venditori», nonché P. GIUDICI, (nt. 293), 467 e F. M. MUCCIARELLI, (nt. 293), 222.

⁶⁹⁵ Sui limiti intrinseci dell'azione della Consob – connessi, fra l'altro, alla difficoltà di reperire tempestivamente informazioni, all'eccessiva burocratizzazione dell'attività e alla prevedibilità dell'intervento – cfr. P. GIUDICI, (nt. 685), 96.

⁶⁹⁶ In effetti, anche se l'introduzione del meccanismo dell'OPA "riparatoria" di cui all'art. 110, comma 1-bis, t.u.f. (v. *supra*, § 7.2) ha indubbiamente potenziato gli strumenti di reazione a disposizione dell'autorità di vigilanza, può tuttora accadere che gli stessi si rivelino comunque inadeguati alle circostanze del caso concreto (si pensi, ad esempio, all'ipotesi in cui la violazione sia scoperta ad anni di distanza, quando il mancato offerente non detiene più alcuna partecipazione nella società *target*).

⁶⁹⁷ V. *supra*, § 2.1.

⁶⁹⁸ V. *supra*, § 4.

⁶⁹⁹ Per le ragioni già esposte nel § 4, diverso è il caso in cui l'autorità di vigilanza sia intervenuta per rideterminare al rialzo il corrispettivo d'offerta, ma tale intervento sia risultato in seguito insufficiente a eliminare integralmente gli effetti della pattuizione, della collusione o della manipolazione. In entrambi gli scenari, infatti, gli azionisti di minoranza potrebbero impugnare il provvedimento adottato ai sensi dell'art. 47-sexies Regolamento Emittenti avanti il giudice amministrativo.

Ebbene, in simili eventualità non risulterebbe frustrato soltanto l'interesse privato degli azionisti della società bersaglio, ma anche l'interesse pubblico all'efficiente allocazione del controllo societario, dal momento che il mancato intervento dell'autorità di vigilanza rende possibile la realizzazione di operazioni a rischio di incidere negativamente sul valore dei titoli della *target*⁷⁰⁰.

Ora, se si riconosce che tali interessi, pur attenendo a piani distinti⁷⁰¹, si pongono in un rapporto di complementarità e dipendenza reciproche⁷⁰², appare evidente che tanto più l'interesse dei singoli azionisti di minoranza a non venire pregiudicati nelle proprie scelte di disinvestimento è presidiato attraverso strumenti idonei, tanto meglio esso contribuisce al perseguimento dell'interesse all'efficienza del mercato del controllo societario, in quanto tali strumenti disincentivano⁷⁰³, in via indiretta, la realizzazione di acquisizioni antieconomiche⁷⁰⁴. In questo senso, allora, l'iniziativa privata degli investitori, sovrapponendosi, e talora sostituendosi⁷⁰⁵, alla regolazione pubblica⁷⁰⁶, aumenta l'effettività delle regole in materia di OPA obbligatoria⁷⁰⁷ e, al

⁷⁰⁰ Sul punto si vedano, in particolare, il cap. I, §§ 2.5 ss., e il cap. II, §§ 3.1 s.

⁷⁰¹ Cfr. Cass., 10 agosto 2012, n. 14400.

⁷⁰² In questo senso si veda il cap. I, § 2.6.

⁷⁰³ Sull'efficacia deterrente della responsabilità risarcitoria, si veda già TRIMARCHI, voce "illecito" (diritto privato), in *Enc. dir.*, XX, Giuffrè, 1970, 108: «[il risarcimento del danno] presenta due aspetti inscindibilmente connessi: da una parte tende a reintegrare il patrimonio del danneggiato (o a compensarlo del danno non patrimoniale subito); dall'altra, costituisce una sanzione che colpisce chi si è comportato in modo vietato e la cui minaccia contribuisce preventivamente a scoraggiare il compimento di atti illeciti».

⁷⁰⁴ V. GATTI, (nt. 67), 792, il quale osserva che la conclusione rimarrebbe valida anche qualora si negasse l'autonoma rilevanza dell'interesse dei singoli azionisti (in questo senso, cfr., ad es., la posizione di SICILIANO, riportata alla nt. 116), ritenendo che la protezione di tali soggetti rappresenti esclusivamente un mezzo per contenere i trasferimenti del controllo inefficienti. In effetti, anche in tale ipotesi la salvaguardia dell'interesse strumentale si risolverebbe comunque in un rafforzamento della tutela dell'interesse finale, dal momento che, dal punto di vista dello scalatore, la prospettiva di incorrere in responsabilità risarcitoria rappresenterebbe un valido disincentivo al compimento di operazioni sul controllo societario che implicino la violazione della disciplina sull'OPA obbligatoria.

⁷⁰⁵ Sulla sovrapponibilità tra rimedi di diritto comune rispetto alle sanzioni e ai correttivi pubblicistici, v. *supra*, nt. 688, nonché *infra* nel testo.

⁷⁰⁶ Una simile interazione tra tutela pubblicistica del mercato e forme di *private enforcement* non rappresenta né un'anomalia nel panorama internazionale, né una contraddizione dell'ordinamento di settore. Si consideri, infatti, che essa è pacificamente ammessa sia nella maggior parte degli ordinamenti europei (si vedano in proposito gli spunti comparatistici di MACCHIAVELLO – PERUZZO, *Mancato lancio di OPA obbligatoria: il puzzle SAI - Fondiaria alla luce di alcune esperienze europee*, in *Giur.*

contempo, contribuisce alla funzione di filtro contro le acquisizioni inefficienti svolta dalla stessa.

Simili considerazioni, che chiariscono in via generale il ruolo dei rimedi civilistici nell'*enforcement* della disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria, necessitano di ulteriore specificazione con riguardo alle circostanze considerate dall'art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f. In effetti, il meccanismo della correzione autoritativa del prezzo d'offerta, azionabile dalla Consob al ricorrere di tali circostanze, risulta, di per sé, idoneo a tutelare adeguatamente l'interesse degli oblati a ricevere un'offerta al prezzo "equo"; sotto questo aspetto, a ben vedere, lo stesso si differenzia dalle sanzioni di cui all'art. 110 t.u.f., la cui irrogazione impedisce il prodursi di effetti sul piano gestionale di un trasferimento del controllo avvenuto illegittimamente, ma non tutela il diritto al disinvestimento degli azionisti di minoranza⁷⁰⁸. Da questa considerazione discende allora che – al contrario di quanto affermato dalla giurisprudenza nell'ambito della vicenda Fondiaria-Sai per l'ipotesi di inadempimento dell'obbligo di promuovere l'offerta⁷⁰⁹ – se il potere di rettificare in aumento il prezzo dell'OPA è opportunamente esercitato dall'autorità di vigilanza, non può trovare spazio l'iniziativa privata dei singoli azionisti, poiché una duplicazione di rimedi si tradurrebbe necessariamente in un eccesso di deterrenza⁷¹⁰.

comm., 2008, I, 908), sia nell'ordinamento statunitense (per un'analisi, si veda H. E. JACKSON – ROE, *Public and private enforcement of securities laws: Resource-based evidence*, in 93 *J. financ. econ.*, 207), come pure in settori diversi dell'ordinamento nazionale (per il ruolo dell'azione privata nel diritto antitrust, cfr. TOFFOLETTO, *Il risarcimento del danno nel sistema delle sanzioni per la violazione della normativa antitrust*, Giuffrè, 1996, *passim*; P. GIUDICI, *Private antitrust Law Enforcement in Italy*, in 1 *Comp. L. rev.*, 2004, 61).

⁷⁰⁷ Cfr. CACCHI PESSANI, (nt. 52), 793.

⁷⁰⁸ Si veda, in proposito, quanto osservato *supra*, § 6 (nt. 649 e testo corrispondente).

⁷⁰⁹ In quella sede, infatti, la Cassazione aveva espressamente negato la residualità del rimedio risarcitorio rispetto al sistema delle sanzioni previste dal t.u.f. (cfr. nt. 688), pur ammettendo la loro incidenza sulla quantificazione del danno (sul rischio di sovra-compensazione in caso di concorrenza fra risarcimento e sanzioni *ex art.* 110 t.u.f., cfr. FOTTICCHIA, nt. 24, 506; per un'ulteriore opzione interpretativa, che riconnette la modalità di determinazione del danno risarcibile all'efficacia delle sanzioni nel caso concreto, cfr. MOSCA, nt. 138, 1328).

⁷¹⁰ L'alternatività fra rideterminazione del prezzo e tutela risarcitoria risulta anche dalla considerazione che entrambi i rimedi hanno funzione *compensativa*. In effetti, il risarcimento del danno è volto a porre il danneggiato nella stessa condizione in cui si sarebbe trovato se non avesse subito le

7.4 La problematica configurazione di un danno risarcibile.

Ricostruito in questi termini il rapporto fra *private* e *public enforcement* nella regolazione dell'OPA obbligatoria, occorre interrogarsi sugli strumenti di diritto comune concretamente esperibili da parte degli azionisti di minoranza, nell'ipotesi in cui si registri uno scostamento tra il prezzo dichiarato nel documento d'offerta e il valore di scambio delle azioni della *target*⁷¹¹. È appena il caso di precisare che tale ipotesi è ontologicamente diversa rispetto a quella al centro della vicenda Fondiaria - Sai, dal momento che qui l'obbligo di promuovere un'offerta sulla totalità delle azioni della *target* è stato spontaneamente adempiuto, seppure il prezzo riconosciuto agli oblati sia risultato inferiore rispetto a quello "equo". In questo scenario, infatti, per l'affermazione della responsabilità contrattuale dell'offerente, non è sufficiente affermare che «il diritto soggettivo dei soci riguarda non solo l'*an* di un'offerta, ma anche il *quantum*, così come predeterminato dalla legge»⁷¹²; occorre, infatti, dimostrare altresì che la legge imponga a chiunque superi le soglie di partecipazione indicate dall'art. 106 t.u.f. di promuovere un'OPA a un corrispettivo almeno pari al valore effettivamente attribuito dall'offerente alle azioni della società bersaglio, ancorché questo, per effetto della stipulazione di ulteriori accordi o di condotte

conseguenze pregiudizievoli dell'inadempimento o dell'illecito extracontrattuale, così come la correzione del prezzo d'offerta è volta a riportare il corrispettivo d'offerta al valore che sarebbe stato individuato sulla base della *highest price paid rule* in assenza delle particolari circostanze che ne hanno alterato il funzionamento (cfr. *supra*, §§ 2.1 s.). La funzione compensativa dei rimedi assicura che la realizzazione di operazioni efficienti da parte di potenziali offerenti non venga disincentivata (cfr. *supra*, § 4), ma a questo scopo richiede che siano scongiurate le possibilità di sovra-compensazione.

⁷¹¹ La questione è stata appena sfiorata dalla giurisprudenza in tema di collusione: cfr. Trib. Genova, 8 novembre 2016, ord.: «il caso di specie potrebbe rientrare nella giurisdizione del Giudice Ordinario soltanto per una eventuale tutela risarcitoria del diritto soggettivo dei Fondi di poter beneficiare dell'asserito effettivo premio di maggioranza relativo all'acquisto da parte di Hitachi della partecipazione della Ansaldo». La qualificazione della posizione degli azionisti di minoranza in termini di diritto soggettivo stride, tuttavia, con il riconoscimento, da parte dello stesso Tribunale di Genova (v. nt. 550), del carattere discrezionale del potere dell'autorità di vigilanza (sul punto v. anche *infra*, nt. 717).

⁷¹² Così F. M. MUCCIARELLI, (nt. 293), 223.

manipolative, sia superiore al prezzo più alto formalmente pagato. Soltanto in tal caso, infatti, potrà parlarsi di inadempimento di un'obbligazione *ex lege*⁷¹³.

Tuttavia, secondo l'impostazione seguita in questo lavoro, esclusivamente accogliendo la tesi che nega la discrezionalità del potere di cui all'art. 106, comma 3, lett. d), t.u.f. sarebbe possibile sostenere che un simile obbligo sorga in capo all'offerente sin dal momento dell'acquisto della partecipazione extra soglia (a prescindere, quindi, dall'eventuale intervento della Consob)⁷¹⁴; dal riconoscimento della natura discrezionale di tale potere⁷¹⁵ discende, invece, l'opposta conclusione che l'offerente, in assenza di provvedimento dell'autorità di vigilanza, non sia tenuto a riconoscere agli azionisti di minoranza un prezzo diverso da quello più alto formalmente pagato (e analogamente che, in caso di rettifica insufficiente a eliminare gli effetti della pattuizione, della collusione o della manipolazione, egli non sia tenuto a corrispondere più del prezzo rettificato)⁷¹⁶. Parimenti, la discrezionalità del potere di cui all'art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f. preclude la qualificazione in termini di diritto soggettivo dell'interesse degli azionisti di minoranza a realizzare il valore di scambio dei titoli della *target*⁷¹⁷, qualora lo stesso risulti superiore al prezzo più

⁷¹³ Il riconoscimento dell'esistenza di un'obbligazione di tale contenuto consentirebbe a quanti hanno aderito all'offerta di ottenere, a titolo di risarcimento per equivalente, la differenza tra il corrispettivo ricevuto per l'adesione e il valore corrispondente all'utilità effettivamente attribuita dall'offerente ai titoli della *target*. La relativa domanda dovrebbe essere proposta davanti al giudice ordinario nei confronti dei soggetti obbligati in solido alla promozione dell'OPA.

⁷¹⁴ In questo senso, si vedano le analoghe considerazioni esposte *supra*, § 5, a proposito della possibilità di configurare una violazione di obblighi previsti dalla sezione del t.u.f. dedicata alle offerte pubbliche di acquisto e di scambio obbligatorie.

⁷¹⁵ Cfr. *supra*, § 3.2.

⁷¹⁶ Sulla scorta di analogo riflessione, P. GIUDICI, (nt. 293), 467, nel commentare la pronuncia di merito del Tribunale di Genova sulla vicenda Hitachi - Ansaldo STS (v. nt. 368), segnala che, dalla tesi che attribuisce all'intervento della Consob il potere di modificare il contenuto dell'obbligo dell'offerente, potrebbe discendere, quale corollario, l'impossibilità per gli azionisti di minoranza di invocare la tutela risarcitoria del danno provocato dalla collusione. Tuttavia, per le ragioni che saranno chiarite di seguito nel testo, non si ritiene di condividere le conclusioni che l'Autore trae dalla comune premessa, in ordine alla "impossibilità" della tutela risarcitoria.

⁷¹⁷ In questo senso si veda, per tutti, CAPACCIOLI, *Disciplina del commercio e problemi del diritto amministrativo*, in ID., *Diritto e processo, scritti vari di diritto pubblico*, Cedam, 1978, 316. Tale aspetto è sottolineato anche da F. M. MUCCIARELLI, (nt. 293), 223: «implicitamente, questo significa che i soci non godono di un diritto soggettivo fondato esclusivamente sulla legge, bensì di un diritto il cui

alto formalmente pagato a causa della circostanza che ha alterato il funzionamento della *highest price paid rule*.

Quest'ultima considerazione, tuttavia, non impedisce, di per sé, di individuare un danno risarcibile, a titolo di responsabilità aquiliana, da parte dell'offerente o del diverso soggetto⁷¹⁸ la cui condotta abbia determinato la deviazione dalla normale operatività della regola del prezzo più alto pagato. In effetti, il progressivo superamento della concezione per cui l'ingiustizia del danno, *ex art. 2043 c.c.*, ricorra soltanto in caso di lesione di diritti soggettivi, ha aperto alla piena affermazione del principio di atipicità dell'illecito aquiliano, attraverso l'estensione dell'ambito della tutela risarcitoria alla lesione di ogni interesse giuridicamente qualificato⁷¹⁹.

In questo quadro, non sembra potersi escludere che gli azionisti di minoranza, quanto meno qualora abbiano aderito⁷²⁰ all'offerta promossa a un corrispettivo

contenuto può essere individuato, in determinate circostanze dettate dalla legge, da una decisione dalla Consob».

⁷¹⁸ Secondo lo schema della responsabilità aquiliana, infatti, l'azione risarcitoria potrebbe essere promossa nei confronti di chiunque abbia concorso alla lesione e, quindi, non solo dell'offerente, ma anche degli altri soggetti coinvolti nella «pattuizione per l'acquisto di titoli» o nella collusione, solidalmente responsabili, come pure nei confronti dell'autore della manipolazione dei prezzi di mercato (anche ove questi abbia agito autonomamente: cfr. nt. 328) e persino della Consob, qualora la stessa abbia colposamente omissso di correggere il prezzo dell'OPA.

⁷¹⁹ Il primo passo in questa direzione è rappresentato dall'ammissione della tutela aquiliana del credito (a partire da Cass., S.U., 26 gennaio 1971, n. 174, pronunciata nel tristemente noto «caso Meroni»), seguita dal riconoscimento della risarcibilità della lesione a una posizione di interesse legittimo da parte delle Sezioni Unite (cfr. Cass., 22 luglio 1999, n. 500, in *Europa dir. priv.*, 1999, 1221, con nota critica di CASTRONOVO, *L'interesse legittimo varca la frontiera della responsabilità civile*, 1262). A questa sentenza fanno seguito Cass., 2 febbraio 2007, n. 2305 (in *Foro it.*, 2007, I, 1097) e Cass., 26 gennaio 2011, n. 1768, in *Foro it.*, 2011, I, 2411 (ove espressamente si afferma che «è risarcibile il danno che presenta le caratteristiche dell'ingiustizia, in quanto lesivo di interessi ai quali l'ordinamento [...] attribuisce rilevanza»). Sulla scorta di questo orientamento, conferisce «natura di clausola generale» all'art. 2043 c.c. anche Cass., 17 settembre 2013, n. 21255 (in *Foro it.*, 2013, I, 3121), pronunciata nell'ambito della vicenda relativa al c.d. «lodo Mondadori» (v. *infra*, nt. 723). Per una ricostruzione dell'evoluzione storica nella lettura dell'art. 2043 c.c., si rinvia a BELVEDERE, «Fatto» e «danno» nelle interpretazioni dell'art. 2043 c.c., in *Resp. civ. prev.*, 2018, 740).

⁷²⁰ In linea teorica, anche gli azionisti che non abbiano aderito all'offerta potrebbero, sulla base di questa stessa ricostruzione, agire per ottenere il risarcimento del danno conseguente alla lesione del loro interesse a ricevere un'offerta al prezzo «equo». Tuttavia, per tali soggetti sarebbe assai più difficile, in punto di fatto, provare che la condotta dell'offerente o del diverso soggetto abbia loro cagionato un danno risarcibile, dal momento che la scelta di non aderire potrebbe dipendere, più che dall'inadeguatezza del prezzo offerto (infatti, qualora l'azionista stimasse probabile il successo

influenzato da una delle circostanze previste dall' art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f. – non rilevata dall'autorità di vigilanza⁷²¹ – possano successivamente richiedere al giudice ordinario il risarcimento del conseguente pregiudizio patrimoniale, lamentando la lesione del loro interesse a ottenere un'opportunità di disinvestimento al prezzo "equo"⁷²².

Ove su queste basi, pur in assenza di precedenti analoghi⁷²³, si accordasse agli investitori l'accesso alla tutela risarcitoria, gli stessi, secondo le regole generali in

dell'offerta, egli sarebbe portato ad aderire anche a fronte di un corrispettivo ritenuto inadeguato, a causa della coazione razionale a vendere che, come chiarito, non viene soppressa dalla disciplina dell'OPA obbligatoria: cfr. cap. I, § 2.4), dalla mera inerzia, come pure dall'intenzione di partecipare ai flussi di cassa generati dalla gestione del nuovo socio di controllo (sul fenomeno del *free riding*, cfr. nt. 175). In quest'ultima ipotesi, inoltre, non sembra che il mancato incremento di prezzo delle azioni detenute rappresenti un pregiudizio autonomamente risarcibile, dal momento che tale incremento forma oggetto di un'aspettativa di mero fatto.

⁷²¹ Al contrario, qualora l'autorità di vigilanza abbia rilevato la circostanza e adottato un provvedimento ex art. 47-*sexies* Regolamento Emittenti, gli azionisti che ritenessero insufficiente la rettifica potrebbero impugnare il provvedimento davanti al giudice amministrativo (cfr. *supra*, nt. 611 e testo corrispondente). Sull'alternatività tra correzione autoritativa del prezzo d'offerta e tutela risarcitoria, cfr. *supra*, nt. 710 e testo corrispondente.

⁷²² La rilevanza giuridica di tale interesse è attestata non soltanto dall'analisi del significato della *highest price paid rule* (cfr. cap. II, § 4.1), ma anche dalla stessa previsione del meccanismo di correzione autoritativa del prezzo così determinato, quando esso non rispecchia il valore che l'offerente attribuisce ai titoli della *target* (cfr. *supra*, § 2.1). Tuttavia, poiché "equo" è il prezzo incompatibile con la realizzazione di un'acquisizione inefficiente (cfr. cap. II, § 3.2), appare ragionevole escludere la sussistenza di una lesione (o, quanto meno, della meritevolezza di tutela dell'interesse leso) nelle ipotesi in cui la promozione di un'offerta a prezzo inferiore al valore di scambio "in concreto" delle azioni (v. nt. 186) rappresentasse la condizione per la sostenibilità di un'operazione in sé efficiente (in proposito, si rinvia al § 3.2, ove vengono ipotizzate le condizioni in cui l'intervento della Consob sul corrispettivo d'offerta possa risultare "non necessario per la tutela degli investitori").

⁷²³ Per vero, sembra possibile cogliere alcuni punti di contatto tra l'ipotesi descritta e la questione al centro della richiamata sentenza Cass., 17 settembre 2013, n. 21255, che ha definito la vicenda giudiziaria nota come "guerra di Segrate" (per la puntuale ricostruzione dei fatti di causa, cfr. GILIBERTI, *Il «lodo Mondadori», la fine della guerra di Segrate e l'incerto limite della responsabilità aquiliana*, in *Resp. civ. prev.*, 2014, 31). In quel contesto, infatti, la Suprema Corte ha ammesso la risarcibilità, ex art. 2043 c.c., del danno conseguente al comportamento illecito tenuto da una delle parti di una transazione nella fase delle trattative, quantificandolo nella differenza tra le condizioni economiche del contratto validamente concluso e quelle che la parte danneggiata avrebbe spuntato se il comportamento illecito di controparte non avesse indebolito la sua posizione contrattuale (per una critica all'impianto argomentativo della decisione e un tentativo di ridimensionarne la portata, cfr. DE NOVA, *La modificazione delle condizioni economiche del contratto tramite il risarcimento del danno ex art. 2043*, in *Resp. civ. prev.*, 10, 2014; per un commento in senso diametralmente opposto, cfr. ROPPO, *Spunti in tema di responsabilità «pericontrattuale». Dialogo con Giorgio De Nova a margine della sentenza di Cassazione sul lodo Mondadori, ibidem*, 16). Effettivamente, sebbene nel contesto di un'OPA obbligatoria

materia di responsabilità aquiliana, sarebbero chiamati a provare: (i) l'esistenza di un pregiudizio patrimoniale⁷²⁴; (ii) il dolo o la colpa del danneggiante⁷²⁵; (iii) la sussistenza di un collegamento causale tra condotta e danno⁷²⁶.

7.5 (segue) il danno da informazione finanziaria inesatta.

Qualora, accogliendo una nozione più ristretta di "danno ingiusto", si negasse l'autonoma risarcibilità dell'interesse a ricevere un'offerta al prezzo "equo", si potrebbe comunque pervenire all'affermazione della responsabilità dell'offerente seguendo un altro percorso, perlomeno nelle ipotesi in cui questi non si sia limitato a strutturare l'operazione in modo tale da alterare il funzionamento della *highest price paid rule*, ma abbia altresì taciuto l'esistenza di circostanze potenzialmente rilevanti ai fini della correzione autoritativa del prezzo⁷²⁷: si pensi, ad esempio, all'eventualità in

non intercorrano trattative tra l'offerente e il singolo investitore oblato, le condotte di cui all'art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f., realizzate nella fase che precede la promozione dell'offerta, incidono sulle condizioni a cui il contratto sarà concluso (senza, tuttavia, comprometterne la validità) in modo analogo all'illecito commesso dal danneggiante nella vicenda sottoposta alla Cassazione (l'illecito in questione, secondo la ricostruzione operata dai giudici, consisteva nella corruzione, da parte di soggetti legati a una parte, di uno dei giudici del collegio che ha annullato il lodo arbitrale favorevole alla posizione dell'altra parte).

⁷²⁴ In linea generale, il danno risiederebbe nella differenza fra il prezzo "equo" – inteso come prezzo che sarebbe derivato dall'applicazione dell'art. 106, comma 2, t.u.f. in assenza della condotta dannosa – e corrispettivo riconosciuto per l'adesione all'OPA; tuttavia, qualora l'azione fosse proposta da un azionista che non ha aderito all'offerta, ove risultasse provato il nesso causale fra condotta e danno (v. nt. 720), quest'ultimo corrisponderebbe alla differenza fra il prezzo "equo" e il valore delle azioni post-OPA.

⁷²⁵ Anche in assenza di comportamenti specificamente diretti a eludere la disciplina in materia di prezzo dell'OPA obbligatoria, la colpa dell'offerente o del diverso soggetto responsabile potrebbe verosimilmente ritenersi sussistente in tutte le ipotesi in cui lo stesso abbia assunto comportamenti consapevoli idonei a incidere sul funzionamento della *highest price paid rule* (in questo senso si veda, in particolare, il § 1.5.3 in tema di collusione).

⁷²⁶ In proposito, la previsione di un meccanismo astrattamente idoneo a eliminare integralmente gli effetti della condotta dell'offerente sul prezzo d'offerta (cfr. *supra*, § 7.3) non parrebbe, di per sé, sufficiente a interrompere il nesso causale tra questa e il pregiudizio patrimoniale lamentato dagli azionisti, qualora in concreto lo stesso non sia stato attivato. Tuttavia, nel caso in cui la sussistenza del presupposto per la rettifica del corrispettivo fosse riconoscibile dall'azionista, la circostanza che questi non abbia sollecitato l'intervento della Consob potrebbe essere valutata per l'applicazione dell'art. 1227 c.c.

⁷²⁷ L'ipotesi è già stata presa in considerazione nel § 6, con riferimento all'applicazione delle misure interdittive e sanzionatorie di cui agli artt. 102 e 192 t.u.f.

cui gli accordi ulteriori tra le parti coinvolte nel trasferimento del controllo siano stati stipulati clandestinamente⁷²⁸.

In casi simili, infatti, la condotta dell'offerente integra una violazione degli *obblighi informativi*⁷²⁹ sullo stesso gravanti⁷³⁰, che, in quanto tale, può dare luogo a un'autonoma ipotesi di responsabilità risarcitoria⁷³¹, riconducibile alla più ampia categoria della responsabilità da informazione finanziaria inesatta⁷³². In particolare, la responsabilità dell'offerente per la falsità o reticenza delle informazioni contenute nel documento d'offerta potrebbe essere accostata a quella che l'art. 94 t.u.f. pone in capo ai soggetti incaricati della redazione e della pubblicazione del prospetto in caso di offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita (c.d. "responsabilità da prospetto")⁷³³. In tale ambito, i più recenti approdi giurisprudenziali, pur muovendo da una concezione precontrattuale della responsabilità da informazione finanziaria

⁷²⁸ L'esempio formulato nel testo allude alle ipotesi di cui ai nn. 1 (pattuizione per l'acquisto di titoli) e 3 (collusione fra l'offerente e uno o più venditori) dell'art. 106, comma 3, lett. d) t.u.f. Analogamente, l'informazione omessa potrebbe riguardare la sussistenza di una delle circostanze tipizzate dall'art. 47-novies Regolamento Emittenti, ove conosciuta dall'offerente (cfr. nt. 666).

⁷²⁹ La centralità di tali obblighi nel contesto della disciplina dell'OPA obbligatoria è sottolineata da MOSCA, (nt. 138), 1322.

⁷³⁰ All'adempimento di tali obblighi l'offerente è tenuto non solo al momento del lancio dell'OPA, ma anche per l'intera durata del periodo di adesione: si vedano in proposito gli artt. 102 t.u.f. e 38 Regolamento Emittenti, con specifico riferimento al quinto comma, per ciò che concerne l'obbligo di pubblicare un supplemento qualora, dopo la pubblicazione del documento d'offerta e prima della conclusione del periodo d'adesione, si verificano fatti nuovi ovvero vengano rilevate inesattezze atte a incidere sulla valutazione dell'offerta (cfr. A. MORELLO, nt. 146, 61).

⁷³¹ In questo senso, cfr. GUACCERO, (nt. 1), 106, nonché TUCCI, *Obbligo di offerta e responsabilità civile*, in *Riv. soc.*, 2007, 1064.

⁷³² Sul tema, si rinvia a BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. e impr.*, 1991, 539; PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Giuffrè, 2003; FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Zanichelli, 2009; nonché, con specifico riferimento alla responsabilità dell'agenzia di rating, C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario e responsabilità delle agenzie di rating*, Egea, 2018.

⁷³³ Infatti, sebbene l'art. 94 t.u.f. non sia direttamente applicabile al documento d'offerta, fuori dal caso testualmente previsto dall'art. 102, comma 4-bis, t.u.f. (cfr. ANNUNZIATA, sub art. 94, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza: D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, a cura di Marchetti e Bianchi, Giuffrè, 1999, 76 e SCIPIONE, *Il nuovo regime delle offerte pubbliche di scambio connesse ad operazioni di ristrutturazione del debito*, in *Innovazione e diritto*, 2011, 102), la contiguità tra le due ipotesi (così anche TUCCI, *op. loc. ult. cit.*) consente di estendere al documento d'offerta le principali elaborazioni sviluppate in tema di "responsabilità da prospetto". In altri ordinamenti, invece, la "responsabilità da documento d'offerta" è oggetto di specifiche previsioni: cfr., ad es., la sezione 12 del WpÜG tedesco, consultato in lingua inglese sul sito www.bafn.de.

inesatta⁷³⁴ (anche in presenza di un contratto validamente concluso)⁷³⁵, giungono a commisurare il danno risarcibile non al c.d. “interesse negativo”⁷³⁶, bensì «al minor vantaggio, ovvero al maggior aggravio economico prodotto dal comportamento tenuto in violazione dell’obbligo di buona fede»⁷³⁷.

Senza prendere posizione in questa sede sulla controversa natura della responsabilità “da prospetto”⁷³⁸, in proposito ci si limita a segnalare che, qualora si aderisca alla richiamata tesi giurisprudenziale, l’estensione della conclusione riportata al danno da omessa informativa circa fatti potenzialmente rilevanti per la correzione

⁷³⁴ La tesi poggia sulla concezione dell’inadempimento degli obblighi informativi come ipotesi speciale di violazione del dovere di buona fede, ex art. 1337 c.c. In dottrina, analoga opinione è stata sostenuta, tra gli altri, da PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari (comunicazione al convegno internazionale di studi sull’informazione societaria, Venezia, 5-7 novembre 1981)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1982, I, 22; FERRARINI, *Gestione fiduciaria, nuove forme d’investimento, tutela degli investitori*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1982, I, 240 e COSTI - ENRIQUES, (nt. 54), 174, ove gli Autori esplicitamente affermano che «la tesi della responsabilità precontrattuale, nella sua opzione contrattualistica, sia più coerente delle altre con la funzione tipica del prospetto: questo tende a sostituirsi agli strumenti codicistici che tutelano il risparmiatore nel processo di formazione della sua volontà contrattuale».

⁷³⁵ La tesi per cui la conclusione di un contratto valido ma “sconveniente” non osta alla risarcibilità del danno in caso di violazione dei doveri di buona fede e correttezza nelle trattative discende dall’elevazione a principio generale dell’art. 1440 c.c. in materia di dolo incidente: in questo senso, cfr. ROPPO, (nt. 723), 19 e TUCCI, (nt. 732), 1065, nota 148

⁷³⁶ Per la lettura tradizionale degli artt. 1337 s. c.c., si vedano, ad es., BIANCA, *Diritto civile. Il Contratto*, Giuffrè, 2000, 157; SACCO - DE NOVA, *Obbligazioni e contratti*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di P. Rescigno, Utet, 2002, 510; GALGANO, *Le obbligazioni in generale*, 2011, Cedam, 187.

⁷³⁷ Così Cass., S.U., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, confermando la posizione già assunta da Cass., 29 settembre 2005, n. 19024; in dottrina, l’insegnamento della Suprema Corte è accolto favorevolmente, tra gli altri, da TURCO, *L’interesse negativo nella culpa in contrahendo (verità e distorsioni della teoria di Jhering nel sistema tedesco e italiano)*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 194 e VETTORI, *Regole di validità e di responsabilità di fronte alle Sezioni Unite. La buona fede come rimedio risarcitorio*, in *Obbl. contr.*, 2008, 107. Un principio non dissimile, sia pure in un contesto in parte differente, è espresso anche da Cass., 17 settembre 2013, n. 21255, richiamata alla nt. 723.

⁷³⁸ La questione, ad ogni modo, sembra avere una rilevanza pratica limitata, alla luce del moltiplicarsi delle previsioni *ad hoc* (si pensi all’art. 2395 c.c. o allo stesso art. 94 t.u.f.) e del progressivo scolorimento del confine fra illecito contrattuale e illecito aquiliano: in questo senso, cfr. FACCI, (nt. 732), 156, nonché, con riferimento al complessivo ambito della regolazione finanziaria, P. GIUDICI, (nt. 685), 309.

In questo quadro, dalla scelta dell’uno o dell’altro regime di responsabilità al caso in esame non sembrano discendere conseguenze particolarmente significative, neppure per quanto riguarda l’eventuale applicazione dell’art. 1225 c.c., dal momento che – a prescindere dalla configurabilità del dolo nel caso concreto – non potrebbe dirsi imprevedibile il danno corrispondente alla riduzione delle possibilità di intervento della Consob sul prezzo d’offerta, qualora sia stata omessa ogni informativa circa i fatti rilevanti a tale riguardo (v. *infra* nel testo).

autoritativa del prezzo dell'OPA obbligatoria impone di tenere conto delle peculiarità di tale ipotesi rispetto alla fattispecie generale di danno da informazione finanziaria inesatta.

In effetti, quando la violazione dell'obbligo si sostanzia nell'assenza di riferimenti, all'interno del documento d'offerta⁷³⁹, all'esistenza di pattuizioni collaterali o di circostanze idonee a fondare il sospetto di manipolazione, il "minor vantaggio" prodotto da tale violazione consiste non già nella differenza tra il corrispettivo d'offerta e il valore di scambio dei titoli della *target* (dal momento che tale scostamento discende dal contenuto delle pattuizioni o dagli effetti della manipolazione, non dalla loro segretezza), bensì nella riduzione delle probabilità di adozione di un provvedimento di rettifica ad opera dell'autorità di vigilanza⁷⁴⁰. Seguendo questa impostazione, allora, per delimitare l'area del danno risarcibile nei confronti dell'investitore che abbia aderito all'offerta⁷⁴¹ occorrerà applicare lo schema della perdita di *chances*, secondo cui il risarcimento dovuto è pari a una frazione dello scostamento riscontrato, corrispondente alla probabilità statistica dell'intervento correttivo⁷⁴², nell'ipotesi in cui la circostanza rilevante fosse stata conosciuta dagli investitori e dalla Consob prima della chiusura del periodo di adesione.

Ove si ritenga di accogliere questa seconda ricostruzione, l'affermazione della responsabilità risarcitoria dell'offerente che abbia fornito informazioni incomplete o

⁷³⁹ È appena il caso di precisare che, qualora le informazioni rilevanti fossero state rese note al mercato con altri mezzi (ad es. nell'adempimento degli obblighi di comunicazione delle informazioni privilegiate di cui all'art. 114 t.u.f.), la Consob potrebbe richiedere la loro inclusione nel documento d'offerta ai sensi dell'art. 102, comma 4, t.u.f.

⁷⁴⁰ In effetti, il tempestivo intervento della Consob è reso materialmente possibile dalla disponibilità di informazioni relative alla struttura dell'operazione che ha determinato il superamento della soglia rilevante. Nei precedenti di "collusione" richiamati (cfr. nt. 367 s.), ad esempio, la stipulazione di accordi collaterali fra offerente e venditori era stata oggetto di comunicazione al mercato e di menzione nel documento d'offerta (cfr. nt. 388), sicché la questione dell'idoneità di tali accordi a realizzare un "travaso di valori" (cfr. *supra*, § 1.5.2) era stata immediatamente sollevata da alcuni azionisti di minoranza nell'istanza di cui all'art. 47-*sexies*, comma 1, Regolamento Emittenti.

⁷⁴¹ Anche in questo caso valgono le considerazioni esposte alla nt. 720 con riguardo alla legittimazione attiva degli azionisti che non abbiano aderito all'offerta.

⁷⁴² Naturalmente, sulla determinazione della probabilità di intervento incide la natura discrezionale del potere dell'autorità di vigilanza (cfr. *supra*, § 3.2).

inesatte al mercato consentirebbe di rafforzare la tutela degli investitori quanto meno nelle ipotesi in cui la clandestinità della condotta rende più difficile l'attivazione del rimedio della correzione autoritativa del prezzo d'offerta. In questa prospettiva, gli strumenti di *private enforcement*, subentrando alla regolazione pubblica laddove questa si rivela, nei fatti, inadeguata, contribuirebbero *direttamente* alla salvaguardia della trasparenza e dell'integrità del mercato dei capitali e *indirettamente* all'efficienza del mercato del controllo.

CONCLUSIONI

La ricostruzione del dibattito sulla *ratio* dell'OPA obbligatoria, attraverso il confronto tra le teorie ispirate a una logica di protezione degli azionisti di minoranza e quelle incentrate sul paradigma dell'efficienza del mercato del controllo societario, ha permesso di evidenziare la complementarità tra le due prospettive: richiedendo a chiunque abbia (presuntivamente) acquisito il controllo di una società quotata di promuovere di un'offerta sulla totalità dei titoli residui, infatti, l'ordinamento disincentiva la realizzazione di operazioni che potrebbero incidere negativamente sul valore dei titoli della società *target*, tutelando così anche gli investitori sul lungo periodo. Non si è mancato di rilevare, tuttavia, che una simile disciplina rischia disincentivare anche il compimento di una parte delle operazioni potenzialmente in grado di creare valore per gli azionisti (*overdeterrence*).

L'effettività della prevenzione delle operazioni inefficienti è assicurata dalla regola che impone all'offerente di riconoscere a tutti gli azionisti, in sede di OPA obbligatoria, il prezzo più alto pagato per conseguire la partecipazione di controllo: in effetti, poiché tale prezzo incorpora il valore capitalizzato dei benefici privati del controllo (se la *target* è una società a proprietà concentrata), ovvero remunera la definitiva perdita di contendibilità (se la *target* è una società ad azionariato diffuso), il potenziale offerente si asterrà dal compiere l'operazione qualora non preveda di incrementare il valore delle azioni in misura almeno sufficiente a coprire tali componenti di prezzo, garantendosi così che la convenienza economica della stessa non venga meno neppure in caso di adesione totalitaria degli oblati. In questo senso, il corrispettivo determinato sulla base della *highest price paid rule* appare "equo" non in quanto conforme a un (inesistente in questi termini) principio di parità di trattamento, come pure è stato sostenuto, ma proprio in quanto incompatibile con la realizzazione di operazioni inefficienti.

Si è osservato, tuttavia, che la regola del prezzo più alto pagato non si limita a porre l'offerente in condizione di conoscere preventivamente il corrispettivo da riconoscere in sede di OPA, così da prevedere il costo massimo complessivo dell'operazione e valutarne la convenienza economica, ma gli consente anche di incidere direttamente sulla sua determinazione, dal momento che egli non sarà chiamato a corrispondere agli oblati più di quanto è stato disposto a pagare, a livello unitario, per conseguire la partecipazione rilevante. Tale determinazione, però, non avviene unilateralmente: se l'offerente ha acquistato le azioni a un certo prezzo, infatti, significa che uno o più azionisti venditori hanno ritenuto quel prezzo adeguato. In questo senso, il corrispettivo d'offerta risulta, altresì, "attendibile" poiché, esprimendo l'effettivo punto di incontro delle contrapposte volontà contrattuali delle parti di un acquisto, rappresenta un indicatore affidabile del valore di scambio dei titoli della *target*, valutato "in concreto"; soltanto qualora non sia possibile riferirsi al prezzo d'acquisto per i titoli di una certa categoria, il loro valore di scambio potrà essere stimato "in astratto", attraverso il criterio suppletivo del «prezzo medio ponderato di mercato». La centralità dell'equilibrio contrattuale raggiunto dalle parti, inteso come migliore espressione del valore di scambio dei titoli della *target*, è emersa, del resto, anche dall'analisi degli ulteriori elementi della disciplina dell'OPA obbligatoria che possono influire sulla determinazione del prezzo d'offerta, relativi, tra l'altro, alle categorie di titoli interessate, al periodo rilevante, alla natura del corrispettivo offerto e al coinvolgimento delle persone che agiscono di concerto.

La validità della tesi proposta, secondo la quale la *highest price paid rule* è tesa a garantire, al contempo, l'equità e l'attendibilità del corrispettivo dell'OPA obbligatoria, è stata, quindi, vagliata alla luce della previsione che consente all'autorità di vigilanza, al ricorrere di particolari circostanze, di modificare con provvedimento motivato il corrispettivo così determinato. In effetti, tale previsione ha recentemente attirato l'attenzione di pratici e studiosi, i quali si sono confrontati, in particolare, con gli aspetti problematici della sua applicazione in caso di "collusione", ex art. 106, comma 3, lett. d), n. 2 t.u.f.

Nell'interpretazione avanzata in questa sede – che ha consentito di ricomprendere nella fattispecie anche ipotesi ulteriori rispetto a quelle oggetto dei precedenti giurisprudenziali in materia – la collusione si configura come un'operazione unitaria, conclusa attraverso una pluralità di accordi funzionalmente collegati, negoziati fuori mercato, grazie alla quale l'offerente e uno o più venditori (con l'eventuale coinvolgimento delle persone che agiscono di concerto) realizzano un travaso di valori dal contratto principale, con cui è trasferita la partecipazione di controllo della società *target*, ai contratti collaterali, mediante i quali sono riconosciuti al venditore ulteriori vantaggi economici, che vengono così esclusi dall'applicazione della *highest price paid rule*. In contrasto con la lettura della norma fornita dal Consiglio di Stato nel caso Camfin, inoltre, si è negato che ai fini della sussistenza della collusione occorra accertare uno specifico elemento soggettivo in capo a tutti o ad alcuni dei partecipanti all'operazione. In questo modo, è stato possibile evidenziare le analogie fra la collusione e gli altri presupposti per la modifica, verso l'alto o verso il basso, del prezzo d'offerta: ciascuno di essi, infatti, rileva esclusivamente per la sua obiettiva incidenza sul corrispettivo "più elevato" pagato dall'offerente.

Dalle indicazioni provenienti dall'analisi delle fattispecie rilevanti, pertanto, si è desunto che il meccanismo della modifica autoritativa del prezzo d'offerta – nell'autorizzare, ovvero imporre, una deviazione formale dalla *highest price paid rule* – consente in realtà di ripristinare, sul piano sostanziale, il funzionamento della regola, nella prospettiva dell'efficienza del mercato del controllo societario. In effetti, l'obbligo di promuovere un'OPA al prezzo più alto pagato costituisce un presidio adeguato dell'efficienza del mercato del controllo societario se e nella misura in cui tale prezzo rappresenti un indice affidabile del valore di scambio (in concreto) dei titoli della *target*; qualora circostanze anomale, relative alle negoziazioni dei titoli medesimi sul mercato regolamentato o alla singola operazione, alterino questa corrispondenza, si rende necessario procedere agli opportuni aggiustamenti, modificando il corrispettivo d'offerta – al ribasso o al rialzo – nella misura

(strettamente) necessaria a neutralizzare gli effetti delle circostanze anomale verificatesi.

Dall'affermazione che il meccanismo di modifica autoritativa del prezzo dell'OPA obbligatoria, in tutti i casi in cui è previsto, serve esclusivamente a ripristinare il corretto funzionamento della *highest price paid rule*, discende, allora, che il provvedimento che impone il lancio dell'OPA a un prezzo superiore a quello più alto formalmente pagato, al pari del provvedimento che ne autorizza la promozione a un prezzo inferiore, non ha carattere sanzionatorio. In effetti, se con "sanzione" si intende una reazione dell'ordinamento che pone il soggetto sanzionato in una condizione deteriore rispetto a quella in cui si sarebbe trovato se non avesse commesso l'illecito, a tale nozione non appare riconducibile il provvedimento con cui l'autorità di vigilanza impone all'offerente di riconoscere agli azionisti di minoranza il prezzo che l'immediata applicazione della *highest price paid rule* avrebbe indicato, in assenza di anomalie nelle negoziazioni o nella struttura stessa dell'operazione.

Per determinare l'esatta misura della rettifica che consente di neutralizzare gli effetti della circostanza anomala di volta in volta considerata, la Consob esercita senz'altro una discrezionalità di tipo tecnico. È controverso, invece, se la stessa disponga anche di discrezionalità propriamente amministrativa nell'esercizio del potere di rettifica *in aumento*, dal momento che il tenore letterale della norma subordina l'adozione del relativo provvedimento alla condizione che lo stesso sia «necessario per la tutela degli investitori».

Poiché la questione ha implicazioni rilevanti sia a livello teorico che a livello applicativo, sono state analizzate tutte le possibili interpretazioni dell'inciso, per arrivare ad affermare che, se si riconnette la "tutela degli investitori" alla salvaguardia dell'efficienza del mercato del controllo, può esistere un margine, sia pure limitato, di discrezionalità amministrativa in capo all'autorità di vigilanza. A proposito di questa soluzione, si è altresì osservato che la stessa non rappresenta un *unicum* nel panorama delle prerogative della Consob in materia di offerte pubbliche

d'acquisto obbligatorie, dal momento che l'autorità gode di un potere propriamente discrezionale anche in relazione all'OPA c.d. "riparatoria" e in materia di esenzioni.

Il riconoscimento del carattere discrezionale del potere della Consob di correggere al rialzo il prezzo d'offerta ha conseguentemente condotto ad escludere che, in assenza di un provvedimento in tal senso, l'offerente sia tenuto a corrispondere agli azionisti un importo maggiore del prezzo più alto formalmente pagato; questo significa, anzitutto, che le circostanze che possono dare adito all'intervento correttivo non integrano una violazione degli *obblighi* in materia di offerte pubbliche di acquisto obbligatoria, rilevante ai fini dell'applicazione delle misure sanzionatorie di cui all'art. 110 t.u.f. Tali misure, del resto, a un'analisi più attenta sono risultate incompatibili, a livello sistematico, con una situazione in cui l'obbligo di promuovere un'OPA totalitaria sia stato adempiuto, sia pure a un prezzo inferiore a quello "equo".

La conclusione raggiunta in ordine all'inapplicabilità delle sanzioni di cui all'art. 110 t.u.f. alle ipotesi di deviazione dalla *highest price paid rule* non ha impedito di proseguire la ricerca dei rimedi esperibili quando il meccanismo della correzione autoritativa del prezzo d'offerta non viene tempestivamente attivato. In questo senso, sono state esaminate, anzitutto, le misure interdittive che la Consob può applicare in caso di violazione delle disposizioni in materia di documento d'offerta e le sanzioni amministrative e penali che l'ordinamento commina per contrastare gli abusi di mercato. La constatazione che tali strumenti possono offrire una tutela solo eventuale e indiretta all'interesse degli azionisti di minoranza a ricevere un'opportunità di disinvestimento a condizioni non penalizzanti ha indotto, quindi, ad ampliare l'indagine ai rimedi di diritto comune.

In proposito, si è posto un duplice interrogativo, a carattere preliminare, sul ruolo dell'azione privata nella regolamentazione del mercato del controllo. In primo luogo, ci si è chiesti se, in linea teorica, sia ammissibile il ricorso a strumenti di *private enforcement* in un settore dominato dalla regolazione pubblica quale la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio, fondando la risposta affermativa

sulle riflessioni elaborate da dottrina e giurisprudenza nell'ambito della nota vicenda Fondiaria-Sai. In secondo luogo, in coerenza l'impostazione di fondo del lavoro, si è valutato l'impatto dell'interazione tra le due tipologie di strumenti sull'efficienza complessiva del sistema. A questo riguardo, da un lato, si è osservato che una più intensa protezione dell'interesse dei singoli azionisti di minoranza a disinvestire al prezzo "equo" tende a risolversi in un potenziamento della tutela del complementare interesse del mercato all'efficiente allocazione del controllo societario; dall'altro, si è segnalato il rischio di sovra-compensazione che deriverebbe dal cumulo fra correzione del prezzo d'offerta e risarcimento del danno.

Sulla scorta di tale ricostruzione del rapporto fra *private* e *public enforcement*, si è cercato, infine, di individuare il tipo di azione risarcitoria che gli oblati potrebbero esercitare qualora risultasse pregiudicato il loro interesse a ricevere un'offerta al prezzo equo. L'affermazione del carattere discrezionale del potere correttivo della Consob, tuttavia, ha precluso non solo la configurazione di un'ipotesi di responsabilità contrattuale da inadempimento di un'obbligazione *ex lege* (dal momento che l'offerente, in assenza di provvedimento dell'autorità di vigilanza, non risulta obbligato a riconoscere agli azionisti di minoranza un prezzo più alto di quello formalmente pagato), ma anche la qualificazione in termini di diritto soggettivo della posizione degli oblati.

Sono state, allora, ipotizzate due strade – che potrebbero aprire ulteriori prospettive di ricerca – per giungere nondimeno ad affermare il diritto degli azionisti ad ottenere il risarcimento del danno: (i) l'una, di portata generale, poggia su una concezione "aperta" del requisito dell'ingiustizia del danno, *ex art. 2043 c.c.*, e conduce a ravvisare una responsabilità di tipo aquiliano in capo all'offerente (o al diverso soggetto la cui condotta abbia determinato la deviazione dalla normale operatività della regola del prezzo più alto pagato); (ii) l'altra, con applicazione circoscritta alle ipotesi in cui l'offerente non si sia limitato a strutturare l'operazione in modo tale da alterare il funzionamento della *highest price paid rule*, ma abbia altresì taciuto l'esistenza di circostanze potenzialmente rilevanti ai fini della correzione autoritativa

del prezzo, muove dall'inquadramento della fattispecie nella categoria della responsabilità da informazione finanziaria inesatta ed estende al caso in esame le conclusioni raggiunte dalla dottrina e dalla giurisprudenza a tal proposito – arrivando, però, a individuare il danno risarcibile attraverso lo schema della perdita di *chances*.

BIBLIOGRAFIA

ABU AWWAD, *Collusione e rettifica del prezzo nell'opa obbligatoria: fattispecie e sanzioni* (nota a Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330), in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2019, 167

ANDREWS, *The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*, in 78 *Harv. L. Rev.*, 1965, 505

ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Cedam, 2006, 191

ANGELICI, *Le società per azioni. I. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo e continuato da Mengoni e Schlesinger, Giuffrè, 2012, 548

ANNUNZIATA, *Riflessi organizzativi della rinnovata disciplina in materia di market abuse*, in *Società*, 2016, 169

ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2017

ANNUNZIATA – LIACE, sub art. 106, in *Commentario all'offerta pubblica d'acquisto*, a cura di Fauceglia, Giappichelli, 2010, 143

BAYNE, *The Philosophy of Corporate Control*, Loyola, 1986

BEBCHUK, *Efficient and inefficient sales of corporate control*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1994, 957

BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, in 98 *Harv. L. rev.*, 1985, 1695

BEBCHUK, *The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, in 12 *Del. J. Corp. Law*, 1987, 911

BEBCHUK, *The Sole Owner Standard for Takeover Policy*, in 17 *J. Leg. Stud.*, 1988, 198

BEBCHUK - KAHAN, *A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests*, in 78 *Calif. L. Rev.*, 1990, 1090

- BENAZZO, *Le «pene civili» nel diritto privato d'impresa*, Giuffrè, 2005, 223
- BENAZZO, *Le OPA volontarie*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, Zanichelli, 2020, 1368.
- BERLE, "Control" in *Corporate Law*, in 58 *Colum. L. Rev.*, 1958, 1221
- BERLE – MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, 1947
- BIANCA, *Diritto civile*, III, Giuffrè, 2000
- BRADLEY - DESAI – KIM, *The Rationale Behind Interfirm Tender Offers. Information or Synergy?*, in 11 *J. financ. econ.*, 1983, 183
- BRADLEY, *Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control*, in 53 *J. Bus.*, 1980, 345
- BUSSOLETTI - LA MARCA, *Gruppi e responsabilità da direzione unitaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 114
- CACCHI PESSANI, *Inadempimento dell'obbligo di Opa e risarcimento del danno: il caso SAI-Fondiarria approda in Cassazione* (nota a Cass. 10 agosto 2012, n. 14400), in *Giur. comm.*, 2013, II, 809
- CADORIN, *OPA per il delisting fra insider di se stesso ed efficienza del mercato* (nota a Cass., 16 ottobre 2017, n. 24310), in *Giur. comm.*, 2019, II, 125
- CADORIN, *OPA collusiva, poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 399
- CALDERAZZI, *Offerta collusiva e poteri della Consob* (nota a Trib. Genova, 8 novembre 2016, ord.), in *Giorn. dir. amm.*, 2017, 545
- CANNELLA, sub art. 107, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza: D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, Giuffrè, 1999, 400
- CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori: il caso della pressure to tender*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 96
- CARINGELLA, *Manuale di diritto amministrativo*, Dike Giuridica Editrice, 2017

CARUSO, *Inizio e cessazione della direzione e coordinamento e recesso del socio*, Giappichelli, 2012

J. C. COFFEE jr., *Do Norms Matter? A Cross-Country Evaluation*, in 149 *U. Pa. L. Rev.*, 2001, 2157

F. COLOMBO, *Deleghe di voto e acquisto del controllo nelle società quotate*, Tesi di dottorato, Università di Bologna, 2014

F. COLOMBO, *I presupposti applicativi dell'art. 2497-quater, comma 1, lett. c), c.c. ed il rapporto tra recesso ed offerta pubblica di acquisto* (nota a Trib. Milano, 21 luglio 2015, n. 8902), in *Giur. comm.*, 2016, II, 660

G. E. COLOMBO, *La cessione dei pacchetti di controllo: considerazioni per una discussione*, in *Riv. soc.*, 1978, 1471

CONSULICH, *Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario*, in *Società*, 2016, 203

COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2010

COSTI - ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, Cedam, 2004

DAVIES, *The Notion of Equality in European Take-Over Regulation*, in *Takeovers in English and German Law*, a cura di Payne, Hart Publishing, 2002

DAVIES - HOPT - RINGE, *Control Transactions*, in *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, a cura di Kraakman et al., Oxford, 2017, 205

DE BIASI, *Rettifica del prezzo d'OPA e poteri della Consob: il TAR rinvia alla Corte di giustizia*, in *Rivista della Regolazione dei mercati* (nota a T.A.R. Lazio, 19 luglio 2016 - 16 novembre 2016, nn. 11442, 11444 e 11445), 2017, 210

DEL GATTO, *Il potere di rideterminazione del prezzo da parte della Consob in caso di collusione e il problema della certezza del diritto in caso di provvedimenti delle autorità indipendenti* (nota a Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330), in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2018, 298

DELLA TOMMASINA, *Violazione dell'obbligo di o.p.a. e tutela degli azionisti esterni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 779

DENOZZA, *Rules vs. standards nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni virtuali*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 331

DENTAMARO, *Il diritto al disinvestimento nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, 443

DENTAMARO, *Offerta pubblica di acquisto e di scambio*, in *Diritto commerciale*, a cura di Abriani, Giuffrè, 2011, 585

DE POLI, *L'OPA obbligatoria e la rettifica del prezzo per fatti "colludenti"* (nota a Corte Giust. UE, 28 luglio 2017, C-206/16 e a Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330), in *Società*, 2019, 848

DESANA, sub art. 105, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, a cura di Abriani, Cavaliere e Sarale, Utet, 1999, 34

DESANA, *La pronuncia della Cassazione sulla violazione dell'obbligo di Opa: l'epilogo dell'affaire Sai-Fondiaria?*, in *Giur. It.*, 2013, 69

DI TORO, *Scalata azionaria e OPA europea. Le contese per la conquista del potere di governo nelle società quotate*, Egea, 2012, 58

DONG – HIRSHLEIFER - RICHARDSON – TEOH, *Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market?*, in *61 J. Finance*, 2006, 743

DRAGHI, sub art. 107, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, 1998, 992

DYCK - ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in *59 Journal of Finance*, 2004, 540

EASTERBROOK - FISCHEL, *Corporate Control Transactions*, in *91 Yale L.J.*, 1982, 698

EASTERBROOK – FISCHEL, *L'economia delle società per azioni. Un'analisi strutturale*, Giuffrè, 1996, 321

ECKBO, *Corporate Takeovers and Economic Efficiency*, in *6 Annual Review of Financial Economics*, 2014, 67

ELHAUGE, *The Triggering Function of Sale of Control Doctrine*, in *59 U. Chi. L. Rev.*, 1992, 1482

ENRIQUES, *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 1999, 180

ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori: la disciplina dell'OPA obbligatoria*, Il Mulino, 2002, 19

ENRIQUES, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization without Foundation?*, in *European Company and Financial Law Review*, 2004, 447

ENRIQUES - GILSON - PACCES, *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)*, in *4 Harv. Bus. L. Rev.*, 2014, 85

ENRIQUES - GATTI, *Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to Be Better Safe than Sorry*, in *15 Corp. L. Studies*, 2015, 56

FAUCEGLIA, sub art. 106, in *Il testo unico della finanza a cura di Fratini e Gasparri*, Utet, 2012, 1398

FEDDERKE - VENTORUZZO, *The Biases of an "Unbiased" Optional Takeovers Regime: The Mandatory Bid Threshold as a Reverse Drawbridge*, in *Comparative Takeover Regulation: Global and Asian Perspectives*, Cambridge University Press, 2017, 163

FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, 790

G. FERRI jr., *Investimento e conferimento*, Giuffrè, 2001, 183

FOFFANI, *Potere regolatorio della Consob e materia penale*, (nota a Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330), in *Giur. comm.*, 2020, II, 562

FORNASARI, *Maggiorazione del voto e o.p.a. obbligatoria*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 848

FOTTICCHIA, *La Cassazione torna sul danno da mancata opa: stessa soluzione, stesse incertezze* (nota a Cass., 13 ottobre 2015, n. 20560,) in *Giur. comm.*, 2016, II, 499

FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, Giuffrè, 2009

GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario Scialoja - Branca*, Zanichelli, 2005, 160

GALGANO, *Trattato di diritto civile*, vol. 2, Cedam, 2015

GALLETTI, sub art. 2497-quater c.c., in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Cedam, 2005, 2403

GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, Giuffrè, 2004

GATTI, *Mancata promozione di opa obbligatoria e risarcimento del danno*, nota a Trib. Milano, 9 giugno 2005, in *Giur. comm.*, 2005, II, 785

GATTI, *Appunti sulla nozione di partecipazione rilevante per i presupposti e per l'oggetto dell'opa successiva alla luce della riforma del t.u.f.*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2005, 174

GATTI, *Upsetting Deals and Reform Loop: Can Companies and M&A Law in Europe Adapt to the Market for Corporate Control?*, in *Columbia Journal of European Law*, 2019, 44

GENOVESE, *Il controllo del giudice sulla regolazione finanziaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, 50

GIANNINI, *Diritto amministrativo*, vol. 2, Giuffrè, 1993

GILOTTA, *Diritto di recesso che consegue all'inizio dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 611

GILSON - BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Foundation Press, 1995, 230

GILSON - GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2003, 794

GILSON - KRAAKMAN, *Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?*, in *44 Bus. Law*, 1989, 260

P. GIUDICI, *OPA: collusione tra acquirente e venditore e tutele degli azionisti di minoranza* (nota a Trib. Genova, 8 novembre 2016, ord.), in *Società*, 2017, 467

GRANT - KIRCHMAIER – C. A. NIGRO, *Convertible bonds and the best price rule: the Celesio case*, in *European Takeovers: The Art of Acquisition*, a cura di Grant, Globe Law and Business, 2018, 370

GROSSMAN - HART, *Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, in *11 Bell. J. Econ.*, 1980, 42

GUIDOTTI, *sub art. 110*, in *La disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto* a cura di Pederzini, in *N. leggi civ.*, 2010, 238

GUIZZI - TUCCI, *Acquisto di concerto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di Stella Richter jr., Giappichelli, 2011, 265

HAMILTON, *Private Sale of Control Transactions: Where We Stand Today*, in 36 *Case Western Res. L. Rev.*, 1985, 230

HART, *The concept of law*, The Clarendon Press, 1961

HAZEN, *Transfers of Corporate Control and Duties of Controlling Shareholders – Common Law, Tender Offers, Investment Companies – and a Proposal for Reform*, in 125 *U. Pa. L. Rev.*, 1977, 1040

HAZEN, *The Sale of Corporate Control: Towards a Three-Tiered Approach*, in 4 *J. Corp. L.*, 1979, 271

JAVARAS, *Equal Opportunity in the Sale of Controlling Shares: A Reply to Professor Andrews*, in 32 *U. Chi. L. Rev.*, 1965, 420

JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 795

JAEGER - DENOZZA - TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale. Impresa e società*, Giuffrè, 2019

JENNINGS, *Mandatory Bids Revisited*, in *J. Corp. Law Stud.*, 2005, 41

KUHN - TUCKER, *Contributions to the theory of games*, in *Annals of Mathematical Studies*, Princeton University Press, 1950

LENER, *Opa (offerta pubblica di acquisto)*, in *Digesto delle discipline privatistiche, Sez. Commerciale*, Torino, Utet, 2000, 521

LENER, *Le offerte obbligatorie*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. Stella Richter jr., Giappichelli, 2011, 171

LENER - TUCCI, *La nuova disciplina delle OPA e poteri della Consob*, in *Società*, 2004, 552

LES, *Takeover bids in Britain before 1950: an exercise in business "pre-history"*, in 16 *Business History*, 1974, 65

LIBONATI, *Corso di diritto commerciale*, Giuffrè, 2009

LUTTMANN, *Changes of Corporate Control and Mandatory Bids*, in *Int. Rev. Law Econ.*, 1992, 501

P. MARCHETTI, *Osservazioni sui profili societari della bozza del t.u. dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1998, 144

- MAUGERI, *Formazione del gruppo e diritti dei soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 301
- MAUGERI, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, 114
- MAUGERI, *O.p.a. obbligatoria ed esenzione "endogrupo"*, in *Riv. soc.*, 2018, 1417
- MAUGERI, *Offerta pubblica d'acquisto e informazioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 298
- MCCAHERY - RENNEBOOG con RITTER e HALLER, *The Economics of the Proposed European Takeover Directive*, in *32 Ceps Research Report in Finance and Banking*, 2003, 17
- MERUSI, *Giustizia amministrativa e autorità amministrative indipendenti*, in *Dir. amm.*, 2002, 181
- MIDIRI, *Principio di legalità sostanziale e potere regolatorio della Consob*, (nota a Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330), in *Giur. comm.*, 2020, II, 566
- MONTANARI, *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 899
- A. MORELLO, *Il procedimento d'offerta*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di Stella Richter jr., Giappichelli, 2011, 97
- A. MORELLO, *La "collusione" nelle offerte pubbliche di acquisto* (nota a Corte Giust. UE, 28 luglio 2017, C-206/16), in *Riv. dir. comm.*, 2017, 641
- MOSCA, *Azioni di concerto e opa obbligatoria*, Egea, 2013
- MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e «azione di concerto»*, in *Riv. soc.*, 2013, 118
- MOSCA, *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie opa*, in *NLCC*, 2015, 863
- MOSCA, *Le OPA obbligatorie*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, Zanichelli, 2020, 1400
- F. M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. Soc.*, 2004, 180
- F. M. MUCCIARELLI, *Società per azioni e offerta pubblica. Le difese successive contro offerte pubbliche d'acquisto di azioni quotate*, Giuffrè, 2004

- F. M. MUCCIARELLI, *L'attuazione della Direttiva Opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 479
- F. M. MUCCIARELLI, sub art. 106, in *Commentario t.u.f.*, a cura di Vella, II, Torino, 2012, 1063
- F. M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, in *Trattato di diritto Commerciale* fondato da Buonocore, diretto da Costi, Torino, Giappichelli, 2014, 150
- F. M. MUCCIARELLI, *La rideterminazione del prezzo dell'opa: il Consiglio di Stato ridimensiona i poteri della Consob* (nota a Cons. Stato, 9 novembre 2018), in *Giur. comm.*, 2020, II, 556
- F. M. MUCCIARELLI, *Opa collusiva, autonomia privata e poteri della Consob (con una digressione su legittimazione a impugnare e voto di lista)*, (nota a Trib. Genova, 28 luglio 2017), in *Giur. comm.*, 2019, II, 219
- NENOVA, *The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis*, in 68 *J. financ. econ.*, 2003, 325
- NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies c.c.*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, 532
- NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, vol. 1, Utet, 2007, 593
- OESTERLE, *The Rise and Fall of Street Sweep Takeovers*, in *Duke L. J.*, 1989, 233
- PACIELLO, *Appunti per uno studio del recesso dal gruppo*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, Giuffrè, 2005, III, 3305
- PAGANO - PANUNZI - ZINGALES, *Osservazioni sulla Riforma della disciplina dell'opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in *Riv. Soc.*, 1998, 153
- PALIERO, *"Materia penale" e illecito amministrativo secondo la Corte eur. dir. uomo: una questione classica a una svolta radicale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1985, 894
- PALLADINO, *La finalità elusiva delle regole dell'OPA obbligatoria quale linea di demarcazione tra accordo lecito e fattispecie collusiva*, (nota a Cons. Stato, 9 novembre 2018, n. 6330), in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2019, 181

- PAVONE LA ROSA, *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *Riv. soc.*, 2003, 778
- PENNISI, *La disciplina delle società soggette a direzione unitaria ed il recesso nei gruppi*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, vol. 1, Torino, 2007, 944
- PERASSI – D’AMBROSIO, *Le sanzioni amministrative*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, Zanichelli, 2020, 2284
- PISTOCCHI, *Alterazione delle condizioni di rischio dell’investimento e diritto di recesso conseguente al mutamento della capogruppo acquisto* (nota a Trib. Milano, 21 luglio 2015, n. 8902), in *Giur. comm.*, 2016, II, 647
- PORTOLANO - BUSANI, *Delibera della Consob sugli acquisti da computare nel calcolo del prezzo di un’offerta pubblica d’acquisto (Delibera 10 agosto 2015, n. 19318)*, in *Società*, 2016, 116
- PRENTICE, *Take-Over Bids - The City Code on Take-Over and Mergers*, in 18 *McGill L. J.*, 1972, 387
- RABITTI BEDOGNI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di Amorosino, 2008, Giuffrè, 289
- RAINELLI, *Opa Obbligatoria: Rassegna Degli Orientamenti Consob*, in *Giur. Comm.*, 2011, I, 621
- ROE, *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, in 53 *Stan. L. Rev.*, 2000, 574
- RONDINELLI, sub art. 106, in *La disciplina dell’offerta pubblica d’acquisto* a cura di Pederzini, in *NLCC*, 2010, 134
- SACCO, *Interpretazione del diritto*, in *Digesto delle discipline privatistiche*, Utet, 2012, 612
- SACCO - DE NOVA, *Il contratto*, 2016, Utet
- SCAGLIONE, *I negozi successori anticipatori*, in *Riv. not.*, 2012, 362
- SCHIZZEROTTO, *Il collegamento negoziale*, Jovene, 1983
- SCHUSTER, *The Mandatory Bid Rule: Efficient, After All?*, in 76 *Mod. L. Rev.*, 2013, 529

SCIPIONE, *La Nuova Disciplina dell'Opa Europea: un'ipotesi di regolamentazione minimale*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2005, 28

SCOGNAMIGLIO, *I gruppi di società*, in *Diritto commerciale*, Monduzzi, 2007, 491

SCOLETTA, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurounitaria degli abusi di mercato*, in *Società*, 2016, 218

SICILIANO, *La regolamentazione dei trasferimenti del controllo e delle acquisizioni di società quotate. Efficienza economica e protezione degli azionisti di minoranza in alcune normative europee*, in *Studi in materia di Opa*, Quaderni di Finanza Consob, n. 24, 1998, 356

SKOG, *Se l'opa obbligatoria sia davvero necessaria. Riflessioni critiche alla luce del sistema svedese*, in *Riv. soc.*, 1995, 1006

STEIN, *Takeover Threats and Managerial Myopia*, in 96 *J. Political Econ.*, 1988, 76

M. STELLA RICHTER jr., *Trasferimento del controllo e rapporti tra soci*, Giuffrè, 1996

SUBRAMANIAN, *The Drivers of Market Efficiency in Revlon Transactions*, in 28 *J. Corp. L.*, 2003, 696

TARELLO, *L'interpretazione della legge*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo e continuato da Mengoni, Giuffrè, 1980, 370

TOLA, *La Direttiva europea in materia di OPA: prime riflessioni*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2005, 496

TOLA, *Opa e tutela delle minoranze*, Jovene, 2008

TRIPODI, *La disapplicazione degli atti amministrativi da parte del giudice penale. Profili costituzionali*, in *Foro amm.*, 2010, 2017

TRISCORNIA, *Opa: reinvestimento del valore e parità di trattamento*, in *Riv. soc.*, 2017, 998

TRISCORNIA, *Il "gioco dell'OPA" all'AIM*, in *RDS*, 2017, 797

TRISCORNIA, *Il contenuto del documento d'offerta come "momento" di integrazione della disciplina regolamentare sull'OPA*, in *Riv. soc.*, 2017, 441

TUCCI, *Obbligo di offerta e responsabilità civile*, in *Riv. soc.*, 2007, 1045

TUCCI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, 2010, 937

TUCCI, *Il Tribunale di Milano e la violazione dell'obbligo di offerta: un passo avanti e due indietro?* (nota a Trib. Milano, 15 marzo 2010), in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, II, 600

TUCCI, *Inadempimento degli obblighi*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. Stella Richter jr., Giappichelli, 2011, 274

TUCCI, *La responsabilità per violazione dell'obbligo di OPA al vaglio della Cassazione*, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 2012, 736

VENTORUZZO, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political Economic Ends*, in *41 Tex. Int'l L.J.*, 2006, 171

VENTORUZZO, *Brevi note sul diritto di recesso in caso di direzione e coordinamento di società (art. 2497-quater, c.c.)*, in *Riv. soc.*, 2008, 1188

VENTURINI, *Difese, concerto e derivati nelle ultime modifiche alla disciplina OPA*, in *Società*, 2010, 452

WEIGMANN, *Le Offerte pubbliche d'acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Giappichelli, 1993, 501

WEIGMANN, sub art. 106, in *Testo Unico della Finanza, Commentario*, diretto da Campobasso, II, Utet, 2002, 910

WEIGMANN, sub art. 107, in *Testo Unico della Finanza, Commentario*, diretto da Campobasso, II, Utet, 2002, 925

WYMEERSCH, *Takeovers from a Comparative Perspective*, in *Seminario internazionale in materia di Opa. Atti del convegno (Roma, Palazzo Giustiniani, 29 maggio 1998)*, *Quaderni di Finanza Consob*, n. 32, 1999, 62