

Undici tesi per una riforma della disciplina delle o.p.a.

Eleven theses for recasting the take-over bids regulation

Marco Maugeri*

ABSTRACT:

La Legge Capitali prevede che, nell'ambito delle programmate modifiche al Testo Unico della Finanza, sia aggiornata e riordinata anche la disciplina in materia di o.p.a. L'Autore presenta undici tesi per una possibile riforma che sia ispirata a criteri di certezza giuridica, semplificazione, riduzione dei costi dell'offerta e tutela degli azionisti di minoranza.

The Capital Law requires, as part of the planned amendments to the Consolidated Law on Finance, that the regulation of public companies be updated and reorganized, too. The paper presents eleven theses for a possible reform aiming at legal certainty, simplification, reduction of the costs of the offer and protection of minority shareholders.

SOMMARIO:

I. Le premesse. – II. Le tesi: 1. O.p.a. obbligatoria. – 2. O.p.a. da consolidamento e o.p.a. parziale. – 3. Concerto. – 4. Corrispettivo dell'o.p.a. obbligatoria. – 5. Corrispettivo dell'o.p.a. da *delisting*. – 6. O.p.sc. e alternativa in contanti nel *sell-out*. – 7. *Squeeze-out*. – 8. Azioni proprie. – 9. Autonomia statutaria. – 10. Semplificazione. – 11. Condizioni dell'offerta (*antitrust, golden power*).

I. Le premesse.

L'art. 19 della l. 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. "Legge Capitali") delega il Governo a riformare diversi profili della disciplina dei mercati «nel rispetto dei principi co-

* Professore ordinario di Diritto commerciale, Università Europea di Roma; e-mail: marco.maugeri@unier.it. Testo dell'intervento svolto nell'ambito del Convegno di Studio su *Competitività dei capitali e riforma del Testo Unico della Finanza*, organizzato a Courmayeur dalla Fondazione Centro nazionale di prevenzione e difesa sociale, 20-21 settembre 2024.

stituzionali e in particolare della tutela del risparmio, dell'ordinamento dell'Unione europea e del diritto internazionale, nonché sulla base dei principi e criteri direttivi di cui al presente articolo». Fra tali principi e criteri vi è l'esigenza di «prevedere il riordino e l'aggiornamento della disciplina in materia di appello al pubblico risparmio, con particolare riguardo alle offerte al pubblico di titoli e alle offerte pubbliche di acquisto e scambio» (art. 19, primo comma, lett. f), Legge Capitali). Il presente intervento contiene alcune sintetiche proposte di rivisitazione della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto o scambio. Le assunzioni di fondo da cui muovono tali proposte sono le seguenti:

a) la ricerca empirica non ha raggiunto conclusioni univoche e definitive sulle motivazioni per le quali viene promossa un'o.p.a./o.p.sc., né sugli effetti che il successo di un'offerta ha sul valore delle azioni della società bersaglio o della società offerente (o della entità combinata derivante dalla integrazione tra le due), o sui livelli occupazionali e, più in generale, sul sistema economico; neppure è chiaro se il carattere “ostile” o “concordato” dell'offerta incida sulla funzione di una offerta pubblica di acquisto o scambio¹; nonostante queste incertezze, appare comunque ragionevole ritenere che *le o.p.a. contribuiscano positivamente al funzionamento del mercato del controllo societario e all'efficienza complessiva del sistema*;

b) qualsiasi disciplina delle o.p.a. deve realizzare un delicato bilanciamento tra l'obiettivo di una *riduzione degli ostacoli normativi e dei costi per i potenziali offerenti e una adeguata tutela degli azionisti della società target* destinatari dell'offerta: questi ultimi vanno messi in condizione di assumere una decisione consapevole di disinvestimento e a fronte di un prezzo «congruo»; non è invece obiettivo di una disciplina delle o.p.a. tutelare l'interesse alla salvaguardia dei livelli occupazionali o assicurare una struttura concorrenziale del mercato;

c) assume rilievo giuridico la *tipologia di offerta e*, in particolare, la circostanza che l'offerta sia promossa da un *outsider*, vale a dire un soggetto che al momento dell'annuncio dell'operazione non detiene una quota rilevante (ossia superiore al 5/10%) del capitale della società *target* oppure da un *insider*, vale a dire da un soggetto che abbia già il controllo di diritto della società (tecnicamente: le o.p.a. da *delisting* in senso proprio)²: l'esperienza attesta, infatti, che le o.p.a. de-

¹ Si potrebbe sostenere che le o.p.a. “concordate” tendano a svolgere prevalentemente una funzione “industriale”, contribuendo a sviluppare sinergie tra il Gruppo acquirente e la società acquisita (in ragione della più intensa propensione a cooperare del *management* di quest'ultima), e che le o.p.a. “non concordate” tendano invece a svolgere prevalentemente una funzione “disciplinare” della condotta del *management* (che sarebbe incline a valutare negativamente l'offerta proprio perché teme di essere sostituito in caso di successo dell'operazione). Per uno spunto in questa direzione v. anche H. HIRTE, H. GILDEHAUS, *Einleitung*, in *Kölner Kommentar zum WpÜG*³, Hürth, Wolters Kluwer, 2022, Rn. 34.

² Malgrado larga parte delle offerte pubbliche, volontarie od obbligatorie, si propongano come

gli *outsiders* offrono premi mediamente più elevati delle offerte promosse dagli *insiders*³; sempre in ordine alla tipologia di offerta, vanno inoltre eliminati alcuni scalini normativi che ancora penalizzano le offerte pubbliche di scambio rispetto alle offerte con corrispettivo integrale in denaro (v. il successivo § 6): in vero, le offerte con corrispettivo in titoli attribuiscono agli oblati la possibilità di partecipare alle sinergie che verranno generate dall'entità combinata, assicurano un agevole disinvestimento ai soci di minoranza della target ove i titoli offerti in scambio siano quotati su un mercato regolamentato e, qualora l'offerente sia un emittente quotato in Italia, evitano una riduzione della capitalizzazione complessiva del mercato, atteso che alla "scomparsa" della società target corrisponde un incremento della capitalizzazione della società offerente;

d) la riduzione dei costi dell'offerta richiede: (i) norme che *agevolino* per gli *outsiders* l'aggregazione di pacchetti azionari di partenza nel capitale della potenziale target (c.d. "toehold"); (ii) norme che *semplifichino* il procedimento d'o.p.a., soprattutto con riguardo al contenuto del documento di offerta e (iii) norme che accrescano il livello di *certezza giuridica* (soprattutto con riguardo alla nozione di concerto e alla disciplina delle condizioni in caso di o.p.a. volontaria);

e) il principio di *tutela degli azionisti di minoranza* sconsiglia una abrogazione indifferenziata delle «condizioni o disposizioni più rigorose» di quelle prescritte a livello europeo (v. art. 3, par. 2, lett. b), direttiva opa): il *gold-plating*, ove non sia fonte di indebiti oneri per l'offerente o di regole ambigue per l'interprete, alimenta la *fiducia degli investitori internazionali e l'afflusso di risorse nel capitale delle imprese italiane*; se è vero che le offerte pubbliche di acquisto, ove (come accade nella maggioranza delle ipotesi) si concludano con il *delisting* della target, contribuiscono a una ulteriore riduzione delle dimensioni del mercato italiano (escono società dal mercato), è anche vero che una disciplina delle o.p.a. che protegga adeguatamente le minoranze contribuisce alla liquidità e alla profondità del mercato, alla sua efficienza allocativa e informativa e quindi alla competitività del sistema finanziario italiano;

f) tassello essenziale di questa cornice è l'istituto dell'*o.p.a. obbligatoria* il cui fondamento, ad avviso di chi scrive, non risiede tanto nella condivisione del premio di controllo⁴, quanto piuttosto nell'obiettivo di consentire agli azionisti di

obiettivo il *delisting*, appare corretto riservare la denominazione di o.p.a. da *delisting* alle sole offerte volontarie promosse dall'azionista di controllo le quali, proprio per questo, hanno come unico fine la revoca dalla quotazione delle azioni ordinarie oggetto dell'offerta. E v., per una impostazione analoga, F. PICCO, V. PONZIANI, G. TROVATORE, M. VENTORUZZO, *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione*, con introduzione di R. LENER, *Discussion Paper Consob*, n. 9, gennaio 2021, 48.

³ V. ancora F. PICCO, V. PONZIANI, G. TROVATORE, M. VENTORUZZO, (nt. 2), 53 ss. (rilevando come i premi delle offerte volte alla realizzazione di una nuova *business combination* presentino premi più elevati rispetto a quelle che non perseguano tale obiettivo, nelle quali ricade ovviamente l'offerta lanciata da chi abbia già il controllo di diritto della società emittente).

⁴ Il premio di controllo potrebbe mancare, ad es. nell'ipotesi di superamento della soglia rilevante

minoranza della società bersaglio di “disinvestire” (e quindi di *reinvestire* il corrispettivo in titoli di altri emittenti) in presenza di una modifica rilevante della struttura proprietaria della *target*⁵: l’o.p.a. obbligatoria svolge, dunque, una funzione di tutela dei soci di minoranza della società *target* simile a quella assicurata dall’art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c. nell’ipotesi di ingresso in un gruppo da parte di una società che non abbia azioni quotate su un mercato regolamentato⁶.

II. Le tesi.

1. O.p.a. obbligatoria: *va mantenuta ferma la regola contenuta nell’art. 106, primo e terzo comma, lett. b), t.u.f., secondo cui l’obbligo di o.p.a. sorge anche quando il superamento della soglia del 30% (o del 5%, in caso di o.p.a. da consolidamento) sia conseguenza esclusiva della maggiorazione dei diritti di voto.*

Se il fondamento dell’obbligo di o.p.a. risiede nel significativo cambiamento degli assetti proprietari dell’emittente che si verifica ogni qualvolta un nuovo soggetto consegua una posizione di stabile preminenza all’interno della compagine sociale (perché viene superata la soglia del 30% o perché una situazione di controllo di fatto evolve verso una situazione di controllo di diritto), non assume rilievo la circostanza che tale soglia sia superata per effetto di acquisti o invece in ragione della maggiorazione dei diritti voto maturata in dipendenza del possesso ininterrotto delle azioni.

2. O.p.a. da consolidamento e o.p.a. parziale: *va mantenuta ferma la disciplina dell’o.p.a. da consolidamento di cui all’art. 106, terzo comma, lett. b), t.u.f. e all’art. 46 del Regolamento Emittenti della Consob. È ipotizzabile una modifica della disciplina dell’o.p.a. preventiva parziale che commisuri il requisito del sessanta per cento dei titoli previsto dall’art. 107, primo comma, t.u.f. non all’intero capitale sociale ma al numero di titoli in circolazione (computato senza considerare, dunque, i titoli posseduti dall’offerente) quando quest’ultimo si trovi già al*

per effetto della maggiorazione dei diritti di voto o di acquisti sul mercato e persino quando l’offerente abbia rilevato una partecipazione sopra soglia a un prezzo inferiore a quello corrente di borsa (c.d. o.p.a. “a sconto”): v. F. CADORIN, *Opa obbligatoria e prezzo “equo”*, Milano, Giuffrè, 2024, 12 s.

⁵ Come accade quando emerge una “nuova” posizione di controllo (perché un soggetto ha superato la soglia rilevante mediante acquisti in borsa) o quando muta il titolare del controllo a seguito del trasferimento di una partecipazione superiore alla soglia o, ancora, quando si “rafforza” una posizione di controllo preesistente (passando dal controllo di fatto al controllo di diritto).

⁶ L’art. 2497-*quater*, lett. c), c.c. esenta espressamente dal proprio ambito di applicazione le società quotate appunto in quanto gli azionisti di tali società sono protetti dalla disciplina dell’o.p.a. obbligatoria. Sui profili di analogia funzionale e sulle differenze strutturali tra i due istituti v. M. MAUGERI, *Formazione del gruppo e diritti dei soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 267, 298 ss.

di sopra della soglia del 30% ma non disponga ancora del controllo di diritto dell'emittente.

L'o.p.a. da consolidamento si giustifica in quanto «diminuisce il potere d'interdizione dei soci minoritari (i quali restano comunque tali), in conseguenza del rafforzamento della posizione del socio di maggioranza»⁷. La ridotta contendibilità derivante dalla circostanza che un azionista già titolare del controllo di fatto transiti verso una posizione di controllo di diritto si traduce in una potenziale minore appetibilità del titolo e nel rischio di una conseguente riduzione del prezzo di mercato. L'o.p.a. da consolidamento serve a prevenire questo scenario e va pertanto conservata⁸. Inoltre, l'o.p.a. da consolidamento attenua il rischio di offerte volontarie al ribasso (c.d. “*lowballing offers*”), vale a dire offerte promosse da un soggetto che si sia posizionato nel tempo appena al di sotto della soglia rilevante per l'o.p.a. obbligatoria (ad es., al 24,99% se la soglia è quella del 25%, o al 29,99% se la soglia è quella del 30%) e lanci poi un'offerta volontaria totalitaria a un prezzo inferiore a quello di mercato contando sulla circostanza che aderirà un numero di azionisti minimo ma comunque sufficiente a garantire il superamento della soglia del 25% (o del 30%). In questo caso, se non esistesse l'o.p.a. da consolidamento, quel soggetto sarebbe libero mediante successivi acquisti (o la maggiorazione del diritto di voto) di superare la soglia del 50% e di conseguire il controllo di diritto dell'emittente senza aver corrisposto agli azionisti della società *target* un prezzo che rifletta il valore equo delle azioni⁹. Poco convincente appare, inoltre, l'obiezione secondo cui l'o.p.a. obbligatoria da consolidamento potrebbe comportare costi tali da scoraggiare il lancio di offerte pubbliche di acquisto volontarie totalitarie¹⁰. Almeno nel nostro ordinamento, infatti, l'offerente ha l'agevole rimedio dell'apposizione di una condizione minima di adesioni in misura non inferiore al 51% del capitale con diritto di voto.

Semmai è ipotizzabile una modifica volta ad attenuare le rigidità che affliggo-

⁷ F. PICCO, V. PONZIANI, G. TROVATORE, M. VENTORUZZO, (nt. 2), 23, nt. 50.

⁸ In senso contrario si esprime ASSONIME, *Proposte per una riforma organica del TUF*, in *Position Papers*, 4/2024, 26.

⁹ Su questa strategia e sull'idoneità dell'o.p.a. da consolidamento a fronteggiarla nell'interesse del mercato v. P.O. MÜLBERT, A. SAJNOVITS, *Lowballing under the EU-Takeover Bid Directive: Strategies, Concerns, and Gold-Plating Remedies*, in *ECGI Law Working Papers*, July 2024, specie 28 s. Non è un caso che questa strategia sia diffusa nei Paesi (ad es., la Germania) che, per un verso, non conoscono l'istituto dell'o.p.a. da consolidamento e, per altro verso, conoscono l'esenzione dall'obbligo di o.p.a. ove la soglia rilevante del controllo sia superata per effetto di una o.p.a. totalitaria (esenzione presente anche nel nostro ordinamento: v. l'art. 106, quarto comma, t.u.f. ma i cui effetti sono, appunto, bilanciati dalla presenza dell'obbligo di o.p.a. da consolidamento).

¹⁰ A seguito dell'o.p.a. volontaria, l'offerente potrebbe infatti trovarsi a superare la soglia del 30% ma non quella del 50% con il rischio di dover lanciare una nuova offerta totalitaria per acquisire il controllo di diritto della società *target* o di dover “spalmare” in più anni gli acquisti funzionali al conseguimento di tale posizione.

no l'istituto dell'o.p.a. preventiva parziale e che ne spiegano la assai rara applicazione¹¹. Tra tali rigidità vi è quella che impone di calcolare la soglia del sessanta per cento dei titoli che devono formare oggetto dell'offerta sull'intero capitale sociale. La riforma potrebbe prevedere che l'obbligo di o.p.a. da consolidamento di cui all'art. 106, terzo comma, t.u.f. non sorga qualora la soglia del 5% sia superata a seguito di un'o.p.a. parziale promossa sul sessanta per cento dei titoli della società target al netto delle azioni già possedute dall'offerente a condizione tuttavia che quest'ultimo detenga già una partecipazione superiore alla soglia del 30% ancorché inferiore al 50%: in questo modo l'istituto dell'art. 107 t.u.f. verrebbe rivitalizzato perché l'o.p.a. parziale diventerebbe lo strumento per consolidare il controllo di fatto senza dover promuovere un'o.p.a. totalitaria ma riservando comunque agli azionisti della *target* la possibilità di un disinvestimento parziale a un prezzo che incorpori comunque un premio rispetto alle quotazioni correnti di mercato¹².

3. Concerto: *la disciplina dell'azione di concerto da patto parasociale va semplificata riducendo le presunzioni assolute alla sola ipotesi di stipulazione di un patto parasociale che abbia ad oggetto o per effetto l'esercizio, anche congiunto, di una influenza dominante sull'emittente (art. 122, quinto comma, lett. d, t.u.f.)*.

Nella disciplina attuale pressoché tutte le figure parasociali considerate dall'art. 122 t.u.f. integrano altrettante presunzioni assolute di concerto (fanno eccezione solo gli sporadici accordi parasociali che siano volti a favorire o a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta). Tuttavia, ciò che rileva dal punto di vista dell'investitore non è l'accordo parasociale in sé ma la sua idoneità ad alterare stabilmente la gestione dell'impresa. In questa prospettiva, la riforma potrebbe precisare che l'unica fattispecie idonea a determinare una presunzione as-

¹¹ Nel periodo 2007-2019 vi è stata una sola o.p.a. preventiva parziale sul mercato italiano: cfr. F. PICCO, V. PONZIANI, G. TROVATORE, M. VENTORUZZO, (nt. 2), 22 e 64. Non constano a chi scrive offerte di questo tipo dopo il 2019.

¹² Il beneficio per gli azionisti di minoranza della società *target* sarebbe evidente rispetto alla situazione attuale in quanto aumenterebbero le probabilità di fruire dell'occasione di un disinvestimento che, sebbene parziale, avverrebbe a premio sul prezzo di mercato. Una situazione, dunque, migliore rispetto a quella nella quale essi si troverebbero qualora la società restasse sotto il controllo di fatto di un soggetto (o gruppo di soggetti), che non sia intenzionato a sopportare il costo di un'o.p.a. successiva da consolidamento. In sostanza, recependo la proposta descritta nel testo, l'o.p.a. preventiva parziale svolgerebbe una «funzione indennitaria», integrando una «soluzione di compromesso, fra il principio di eguaglianza per coloro che si trovano nelle stesse condizioni, e l'esigenza di non aggravare troppo lo sforzo finanziario richiesto all'acquirente e di non appesantire quindi il ricambio dei gruppi manageriali» (così si esprimeva R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, 10, Torino, Utet, 1993, 315, 438, a proposito della vecchia disciplina dell'o.p.a. successiva la quale consentiva a chi avesse acquisito il controllo di fatto o comunque una partecipazione di maggioranza relativa di presentare un'offerta parziale per un numero di azioni non inferiore al quantitativo precedentemente acquistato senza imporre un'offerta totalitaria).

solita di concerto sia rappresentata dai patti che, ai sensi dell'art. 122, quinto comma, lett. d), t.u.f., hanno per oggetto o per effetto l'esercizio di una influenza dominante: tale categoria appare infatti sufficientemente precisa da includere solo gli accordi che siano funzionalmente orientati a imprimere una nuova direzione alla gestione dell'emittente. Del resto, se è vero che il concetto di «influenza dominante» alla base della nozione societaria di controllo (art. 2359, primo comma, c.c., richiamato dall'art. 93 t.u.f.) si identifica con il potere di nominare e revocare in assemblea la maggioranza degli amministratori, ciò accade proprio perché la legge presume, secondo una comune massima di esperienza, che la gestione operativa della società si orienterà secondo le aspettative del socio che ha espresso quella maggioranza, ivi inclusi gli amministratori esecutivi (e che potrebbe revocarli, o comunque non confermarli alla scadenza, ove si discostassero da quelle aspettative)¹³. La proposta in esame consentirebbe, inoltre, di limitare l'applicazione della disciplina del concerto anche nelle ipotesi di patti volti a disciplinare la presentazione di una lista di maggioranza, attribuendo rilievo alle caratteristiche del caso concreto e alla eventuale ricorrenza di indici che dimostrino l'assenza di una volontà dei soci proponenti di esercitare un'influenza dominante sull'emittente (ad es., perché la lista contiene esclusivamente candidati di primario *standing* privi di qualsiasi legame significativo con i soci proponenti o perché la lista è stata presentata da gestori di attivi/investitori istituzionali diversificati nell'esercizio della funzione di *engagement* nei confronti delle società presenti in portafoglio ai sensi degli artt. 124-*quater* ss. t.u.f.)¹⁴.

4. Corrispettivo dell'o.p.a. obbligatoria: *va mantenuta ferma la regola che commisura il corrispettivo dell'o.p.a. obbligatoria al prezzo più elevato pagato dall'offerente (o da persone che agiscono di concerto con l'offerente) in un determinato periodo di tempo antecedente alla comunicazione di cui all'art. 102 t.u.f. Tale periodo temporale, attualmente di dodici mesi, va ridotto a sei mesi.*

La direttiva OPA prescrive che il prezzo dell'offerta in caso di acquisizione del controllo sia «equo». Ciò lascia spazio per interventi degli Stati membri che limitino il costo dell'offerta (ad es., prevedendo una media tra il prezzo più elevato pagato al vecchio socio di controllo e la media ponderata dei prezzi di borsa re-

¹³ Come ben è stato osservato, «l'influenza dominante non si arresta all'assemblea, alla nomina e alla revocabilità degli amministratori, ma si proietta nel tempo ed in avanti instaurando di per sé un rapporto giuridicamente rilevante (fonte di diritti) tra potere di nomina all'ufficio, nomina ed attività dei soggetti nominati» (così P. MARCHETTI, *Sul controllo e sui poteri della controllante*, in AA.VV., *I gruppi di società*, II, Milano, Giuffrè, 1996, 1547, 1555; e già G. FERRI, *Le società*³, nel *Trattato di diritto civile*, diretto da F. VASSALLI, X.3, Torino, Utet, 1987, 1008 osservava come la posizione di controllo esprima «una particolare posizione per effetto della quale un soggetto è in grado di imporre con la propria volontà l'attività economica di altra società»).

¹⁴ Cfr. M. MAUGERI, *Azione di concerto ed Engagement degli investitori istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2023, 1128, 1146 s.

gistrata in un determinato lasso di tempo antecedente al sorgere dell'obbligo di offerta)¹⁵. Questo intervento potrebbe essere suggerito dall'esigenza di agevolare operazioni traslative del controllo le quali, pur essendo astrattamente idonee ad accrescere l'efficienza complessiva del sistema (perché l'offerente gestirebbe in modo più redditizio la società *target* rispetto al vecchio socio di controllo), non vengono realizzate a causa degli elevati oneri imposti dalla necessità di riconoscere agli azionisti di minoranza lo stesso premio attribuito al socio di controllo.

Pur nella indubbia plausibilità di tale argomentazione, appare preferibile tener ferma la regola attuale di condivisione del premio di controllo (ove esistente) perché in linea con quanto previsto in altri Stati membri i cui mercati presentano caratteristiche comparabili a quelle del mercato italiano e che potrebbero pertanto esercitare una maggiore forza attrattiva dei capitali degli investitori internazionali.

È vero che vi è almeno una situazione nella quale gli azionisti diversi dal socio di controllo non sarebbero legittimati a percepire il corrispettivo riservato a quest'ultimo dall'offerente. È il caso della società con azioni a voto plurimo che attribuiscono ai fondatori il controllo dell'assemblea ordinaria. In una tale situazione, poiché la regola del prezzo «equo» vale solo per i titoli appartenenti alla medesima categoria (cfr. l'art. 106, secondo comma, t.u.f.), l'offerente potrebbe acquisire il controllo rilevando le azioni a voto plurimo dei soci fondatori a fronte di un corrispettivo superiore al prezzo di mercato delle azioni ordinarie e promuovendo poi l'o.p.a. sui titoli ordinari quotati al prezzo medio dei dodici mesi antecedenti. Tuttavia, questa eventualità può essere «scontata» dal mercato in fase di IPO; e sembra anzi che proprio questo avvenga nella pratica degli affari, da cui emerge come *tutti* gli statuti delle sei società quotate con azioni a voto plurimo contemplino una *event-based sunset clause* (e quindi una decadenza del voto multiplo) nell'ipotesi di trasferimento del controllo a soggetti che siano già titolari di azioni a voto plurimo (e quindi non appartengano al nucleo familiare dei soci fondatori)¹⁶: segno evidente che gli investitori esigono da questi ultimi la rinuncia preventiva al diritto «esclusivo» al premio di controllo (ossia, non condiviso con il mercato) per non vedersi applicato uno sconto tale da rendere non più appetibile la quotazione.

Il legislatore potrebbe altresì valutare una riduzione a sei mesi del periodo ri-

¹⁵ La l. n. 149/1992, che ha introdotto per la prima volta una disciplina delle o.p.a. in Italia, attenuava il costo dell'o.p.a. successiva totalitaria prevedendo che dovesse essere lanciata a un prezzo «non inferiore alla media ponderata dei prezzi di acquisto» dei titoli che avevano condotto all'acquisto del controllo: v., anche per una ricognizione dei problemi applicativi posti da tale previsione, R. WEIGMANN, (nt. 12), 435 s.

¹⁶ V. l'art. 5.5.(b) dello statuto di Fila s.p.a., l'art. 5.4(b) dello statuto di Aquafil s.p.a., l'art. 5, lett. (c)(b) dello statuto di Philogen s.p.a., l'art. 6.4(b) di Fine Foods s.p.a., l'art. 5.6(ii) dello statuto di Industrie De Nora s.p.a., l'art. 5.6(ii) dello statuto di Eurogroup Laminations (Egla) s.p.a. (l'elenco delle società quotate con azioni a voto plurimo è consultabile all'indirizzo: https://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/main/emittenti/societa_quotate/voto_maggiorato_plurimo_ink.htm?nav=true).

levante per la determinazione del corrispettivo dell'o.p.a. obbligatoria, attualmente fissato in dodici mesi (art. 106, secondo comma, t.u.f.)¹⁷. Tale intervento, conforme alla direttiva (cfr. l'art. 5, par. 4), sarebbe in linea: (i) con l'estensione del periodo di vigenza della *best price rule* una volta conclusa l'offerta (cfr. l'art. 103, quarto comma, lett. c), t.u.f. e l'art. 42, terzo comma, Regolamento Emittenti); (ii) con l'esigenza di consentire al futuro potenziale offerente di iniziare con largo anticipo ad acquistare azioni sul mercato a un prezzo che non assumerebbe rilievo ai fini dell'o.p.a. e di ridurre così il costo complessivo dell'offerta¹⁸; (iii) con il rinvio al criterio del prezzo del semestre antecedente alla comunicazione della decisione di promuovere un'o.p.a. volontaria o all'acquisto che ha dato luogo al sorgere dell'obbligo di o.p.a. di cui la Consob deve tener conto in sede di determinazione del corrispettivo del *sell-out* (quando non coincida *ex lege* con il corrispettivo della eventuale offerta precedente: art. 108, quarto comma, t.u.f.) (iv) con l'esigenza di contenere il costo dell'offerta nell'ipotesi considerata dall'art. 106, secondo comma-*bis*, t.u.f. il quale (sulla scia dell'art. 5, par. 3, direttiva OPA), impone a chi abbia promosso una offerta pubblica di scambio di prevedere, in alternativa, anche «un corrispettivo in contanti» qualora lo stesso offerente (o una persona che agisca di concerto) abbia acquistato verso un corrispettivo in denaro titoli che conferiscono almeno il 5% dei diritti di voto della società i cui titoli sono oggetto dell'offerta *nel medesimo periodo di tempo che rileva ai fini della determinazione del prezzo dell'o.p.a. obbligatoria* (e quindi, in Italia, nei dodici mesi antecedenti alla comunicazione prevista dall'art. 102 t.u.f. e lungo tutto il periodo di svolgimento dell'offerta): ridurre a sei mesi tale periodo consentirebbe al potenziale offerente di costruirsi una posizione iniziale nella potenziale *target* mediante acquisti in denaro sul mercato, valutando poi, una volta decorsi sei mesi, se promuovere un'offerta con un corrispettivo costituito in tutto o in parte da titoli senza essere obbligato a offrire anche una alternativa in contanti¹⁹.

¹⁷ In questo senso anche ASSONIME, (nt. 8), 26.

¹⁸ Consentire al potenziale offerente di preconstituirsì una posizione di partenza (c.d. "*toehold*") non ha nulla a che vedere con fenomeni manipolativi del mercato (o con l'abuso di informazioni privilegiate). In ogni caso, la direttiva è adeguatamente ferma nell'imporre agli Stati membri di reprimere condotte tendenti a creare mercati fittizi dei titoli: v. l'art. 3, par. 1, lett. *d*), e l'art. 5, par. 4 (in attuazione del quale è stato introdotto l'art. 106, terzo comma, lett. *d*), n. 4, t.u.f.: su cui v. ampiamente F. CADORIN, (nt. 4), specie 95 ss.). Anche per questa ragione non sembra da seguire il suggerimento (di ASSONIME, (nt. 8), 26) volto a elidere il potere della Consob di variare in aumento o in diminuzione il corrispettivo dell'offerta in presenza delle circostanze denunciate dall'art. 106 del t.u.f.

¹⁹ Si noti che né la direttiva, né il t.u.f. individuano i criteri sulla base dei quali determinare il corrispettivo alternativo in contanti nell'ipotesi considerata dall'art. 106, secondo comma-*bis*, t.u.f. Varie ragioni inducono a ritenere che esso vada fissato applicando *i medesimi criteri metodologici* utilizzati per determinare il "rapporto di cambio" in forza del quale viene stabilito dall'offerente il numero di azioni da attribuire agli oblati in cambio delle azioni da essi detenute nella società *target*, non ultima la circostanza che il corrispettivo in contanti deve rappresentare, appunto, una «alternativa» al corrispettivo in titoli e perché sia tale è evidente che il suo ammontare deve essere in linea

5. Corrispettivo dell'o.p.a. da *delisting*: va introdotta una regola di prezzo minimo per le offerte funzionali al *delisting* che siano state promosse dal socio titolare del controllo di diritto dell'emittente.

Il nostro ordinamento non contempla una regola di prezzo "minimo" nell'ipotesi di o.p.a. volontaria²⁰. L'assunto implicito è che il mercato sia efficiente e quindi in grado di valutare se il corrispettivo offerto sia o meno rispondente al *fair value* delle azioni oggetto dell'offerta. Non vi è dubbio che la disciplina delle o.p.a. contenga diversi presidi volti a consentire agli oblati di valutare l'adeguatezza del corrispettivo offerto e di assumere al riguardo una decisione consapevole di disinvestimento²¹. Tuttavia, come già indicato nelle premesse, è ragionevole e opportuno operare al riguardo una distinzione tra offerte promosse da *outsiders* (ossia da soggetti privi di partecipazioni rilevanti e comunque inferiori al 5/10% al momento dell'annuncio dell'offerta), e o.p.a. promosse dall'azionista di controllo e funzionali al *delisting* della società.

Si può infatti osservare come il titolare di una partecipazione di controllo, in quanto detentore di una posizione di vantaggio conoscitivo in ordine al valore effettivo della controllata, non debba ricercare né elaborare informazioni concernenti tale valore (a differenza dell'*outsider*)²². Egli può, anzi, scegliere il momento in

(anche se non necessariamente coincidente) con il valore attribuito alle azioni della società *target* ai fini del concambio. Si richiede qui all'offerente, per grandi linee, una valutazione non dissimile da quella che l'art. 2441, quarto comma, seconda proposizione, c.c. esige dagli amministratori di una società quotata quando consente loro di proporre all'assemblea un aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione nei limiti del dieci per cento del capitale preesistente a condizione che il prezzo di emissione delle nuove azioni «corrisponda» al valore di mercato delle azioni (ove il principio di corrispondenza non impone una necessaria coincidenza ma piuttosto l'assenza di un significativo scostamento tra prezzo di emissione e valore di mercato). E in questo senso si orienta anche la prassi più rilevante: v. il documento di offerta relativo all'o.p.sc. promossa da Dufry su Autogrill, par. 3 della Premessa, 26 s. (nell'ambito della quale, peraltro, la previsione della alternativa in contanti fu imposta dalla circostanza che le azioni Dufry offerte in scambio agli azionisti Autogrill erano quotate in Svizzera e quindi su un mercato regolamento extra-UE: cfr. l'art. 106, secondo comma-bis, t.u.f., anche alla luce dell'art. 5, par. 5, secondo capoverso, della direttiva).

²⁰ Diversamente da altri ordinamenti come quello tedesco (cfr. il par. 31 del WpÜG in combinazione disposto con i par. 4 e 5 del regolamento attuativo in materia di o.p.a., c.d. "WpÜG-AV"), quello austriaco e quello inglese: riferimenti sul punto in P.O. MÜLBERT, A. SAJNOVITS, (nt. 9), 11 s.

²¹ Si pensi alle regole in materia di contenuto e pubblicazione del documento di offerta, al comunicato dell'emittente, alle norme di trasparenza e correttezza di cui agli artt. 41 e 42 del Regolamento Emittenti, alla disciplina in materia di riapertura dei termini di cui all'art. 40-bis del Regolamento Emittenti nell'ipotesi di o.p.a. promosse da *insiders*.

²² Cfr. A. POMELLI, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, 407, 462 ss. Sulle possibili motivazioni alla base del *delisting* promosso dall'azionista di controllo (e sottolineando comunque giustamente come alla base della volontà del socio di controllo di ritirare la controllata dal mercato possano esservi ragioni del tutto plausibili, come ad es. quella di rimediare a una inefficienza del mercato che non valuta correttamente la società) v. C. THOMALE, A. WALTER, *Delisting als Regulierungsaufgabe*, in *ZGR*, 2016, 679, 696 ss.

cui promuovere l'offerta – e, in particolar modo, lanciarla quando i corsi di borsa sono particolarmente bassi – indicando un prezzo il quale, benché superiore alla quotazione attuale di mercato, non incorpora per definizione alcun premio di controllo: a differenza, nuovamente, dell'*outsider* il quale, una volta pianificata l'acquisizione della *target*, dovrà non solo agire tempestivamente (per anticipare eventuali offerte concorrenti) ma anche includere nel corrispettivo dell'offerta un adeguato premio di controllo²³.

L'azionista di riferimento il quale rastrelli titoli in funzione di una successiva offerta volta alla revoca della quotazione non subisce, inoltre, il costo che la disciplina in materia di assetti proprietari impone all'acquirente "terzo" obbligandolo sia a comunicare al mercato la tempistica del proprio rastrellamento secondo intervalli assai ravvicinati²⁴, sia a dichiarare, a partire dal raggiungimento della soglia del 10% ed entro dieci giorni dalla data di acquisto della partecipazione, gli obiettivi che intende perseguire nel corso dei sei mesi successivi e, in particolar modo, «se intende fermare i propri acquisti o proseguirli nonché se intende acquisire il controllo dell'emittente o comunque esercitare un'influenza sulla gestione della società e, in tali casi, la strategia che intende adottare e le operazioni per metterla in opera»²⁵; ciò a differenza dell'azionista di controllo della *target* il quale è libero di incrementare la propria partecipazione senza informare il pubblico delle proprie intenzioni²⁶ e di ridurre conseguentemente il costo della successiva offerta da *delisting*.

Questa disparità di trattamento va attenuata. La strada da seguire al riguardo non consiste tuttavia nel ridurre il costo dell'o.p.a. *outsider* abrogando l'obbligo di trasparenza di cui all'art. 120, quarto comma-*bis*, t.u.f.²⁷, quanto invece nell'aumentare

²³ La prassi conferma quanto evidenziato nel testo e cioè sia la circostanza che le o.p.a. da *delisting* sono promosse spesso in «fasi ribassiste di mercato», sia, e conseguentemente, la circostanza che i premi riconosciuti da offerenti "terzi" sono mediamente più elevati di quelli riconosciuti nelle o.p.a. da *delisting*: v. l'interessante analisi di F. PICCO, V. PONZIANI, G. TROVATORE, M. VENTURUZZO, (nt. 2), 52 ss. e 55.

²⁴ L'obbligo di comunicazione sorge, infatti, per la prima volta al superamento della soglia del 3% (o del 5% ove si tratti di PMI: art. 120, secondo comma, t.u.f.) e poi al raggiungimento o al superamento della soglia del 5% e dei successivi multipli del 5% (sino al 30%: cfr. art. 117, primo comma, del Regolamento Emittenti della Consob).

²⁵ Cfr. il quarto comma-*bis* dell'art. 120 t.u.f. che impone a chi raggiunga o superi la soglia, appunto, del 10%, nonché del 20% o del 25%, di precisare altresì in quella dichiarazione i modi di finanziamento dell'acquisizione, se l'acquirente agisce solo o in concerto, le sue intenzioni per quanto riguarda eventuali accordi e patti parasociali di cui è parte, nonché se intende proporre l'integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo dell'emittente.

²⁶ E con la possibilità di differire la comunicazione al mercato del rastrellamento finché non sia raggiunta la soglia del 66,6% (e poi del 90%): cfr. l'art. 117, primo comma, lett. b), del Regolamento Emittenti.

²⁷ Come propone ASSONIME, (nt. 8), 18. L'obbligo di cui all'art. 120, quarto comma-*bis*, t.u.f. assolve infatti una precisa portata *segnalatica* nei confronti del mercato poiché attesta l'esistenza di

il costo dell'o.p.a. *insider* prevedendo una regola di corrispettivo minimo da commisurare al prezzo più elevato pagato dal socio di controllo per acquisti compiuti negli ultimi sei mesi o, in mancanza, al prezzo medio ponderato di mercato del semestre antecedente all'annuncio al mercato dell'operazione. Tale regola contribuirebbe a depotenziare il rischio di offerte "espropriative" del socio di controllo e ad aumentare il livello di protezione dei soci di minoranza della controllata.

6. O.p.sc. e alternativa in contanti nel *sell-out*: *in caso di offerta pubblica di scambio va abrogata la facoltà del possessore dei titoli della società target di esigere che, in caso di sell-out, gli sia corrisposto in misura integrale un corrispettivo in contanti (art. 108, quinto comma, t.u.f.).*

Tale facoltà, che costituisce esercizio dell'opzione prevista dall'art. 5, par. 5, ult. cpv., direttiva OPA, attribuisce agli azionisti di minoranza che non abbiano aderito a una offerta pubblica (in tutto o in parte) di scambio la possibilità di esigere un corrispettivo integralmente in denaro, rimettendo alla Consob il compito di definire i criteri per la determinazione dell'ammontare monetario²⁸. Infatti, la previsione di tale facoltà per l'oblatore è fonte di due rilevanti (e ingiustificati) oneri nella prospettiva dell'offerente: da un lato, essa comporta l'eventualità di un esborso monetario la cui entità è incerta al momento del lancio dell'offerta, con il conseguente svantaggio per l'offerente di dover negoziare con la banca finanziatrice una estensione della originaria garanzia di esatto adempimento (c.d. "*commitment letter*") rilasciata prima della pubblicazione del documento di offerta ai sensi dell'art. 37-*bis*, terzo comma, lett. a), Regolamento Emittenti²⁹; dall'altro,

un soggetto, il quale annette alle azioni della società bersaglio un valore fondamentale superiore al prezzo corrente di mercato: v. M. MAUGERI, *Offerta pubblica di acquisto e informazioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, 267, 301 s.

È invece ipotizzabile, e anzi auspicabile, che durante la pendenza dell'offerta (e cioè tra la data del comunicato ex art. 102 t.u.f. e la data ultima di pagamento del corrispettivo) vengano sospesi gli obblighi di comunicazione in capo all'offerente previsti dalla disciplina degli assetti proprietari (art. 120 t.u.f.) in quanto l'informazione sulla soglia partecipativa progressivamente raggiunta dall'offerente mediante acquisti sul mercato è ampiamente garantita dagli obblighi di comunicazione giornaliera previsti dall'art. 41, secondo comma, lett. c), del Regolamento Emittenti (sicché la compilazione dei modelli 120 si traduce, soprattutto per gli offerenti stranieri, in un adempimento oneroso di scarsa utilità per il mercato).

²⁸ In attuazione di tale delega, la Consob ha previsto: (i) per l'ipotesi in cui il corrispettivo del *sell-out* sia per legge pari a quello della precedente offerta, che l'equivalente monetario sia determinato valorizzando i titoli offerti in scambio dall'offerente (ove quotati) «sulla base della media ponderata dei prezzi ufficiali rilevati nei cinque giorni precedenti la data di pagamento della precedente offerta» (cfr. l'art. 50-*ter*, lett. a), del Regolamento Emittenti) e (ii) in ogni altra ipotesi, che l'alternativa in contanti sia fissata «in misura pari alla valutazione in termini monetari effettuata dalla Consob» (cfr. l'art. 50-*ter*, lett. b), del Regolamento Emittenti).

²⁹ Sull'esigenza dell'offerente di avere certezza e chiarezza in ordine alle regole in materia di corrispettivo, anche ai fini della pianificazione dell'esborso finanziario complessivo, v. M. BREILOCHS, *Zur Angemessenheit der Gegenleistung im Übernahmerecht*, in *ZGR*, 2018, 811, 829 e 832.

attribuisce ad investitori con finalità marcatamente speculative un indebito vantaggio “posizionale”, consentendo loro di attendere l’esito dell’offerta sperando in un suo successo (cioè nel superamento della soglia del 90% da parte dell’offerente) e di optare per un corrispettivo integralmente monetario ove i titoli offerti in scambio abbiano registrato un andamento particolarmente positivo nella settimana antecedente alla data fissata per il regolamento dell’offerta appena chiusa: un vantaggio che è tanto più probabile venga sfruttato quanto più elevata è la presenza nella compagine della società bersaglio di *hedge funds*, con il rischio per l’offerente di non riuscire a superare la soglia del 90% e di mancare conseguentemente l’obiettivo del *delisting*³⁰. Questa “penalizzazione” delle offerte pubbliche di scambio è ancor meno giustificata se si considera che tali offerte contemplano in media «premi sensibilmente più elevati di quelle *cash*»³¹. Pertanto, la previsione in commento va elisa, almeno nelle ipotesi in cui i titoli offerti in

³⁰ Per una esposizione delle tecniche utilizzate dai fondi speculativi per esercitare pressione sull’offerente, e distinguendo tra la strategia del *bumpirage*, con la quale l’attivista punta a ottenere un incremento del corrispettivo dell’offerta, e la strategia dell’*appraisal arbitrage*, con la quale l’attivista punta a ottenere un indennizzo monetario più elevato nell’ipotesi di successiva integrazione della società *target* nel gruppo dell’offerente, v. K. DÖDING, *Aktivistische Aktionäre bei öffentlichen Übernahmen*, in *ZGR*, 2021, 956, specie 966 ss. Quest’ultima strategia sembra difficilmente praticabile nel nostro ordinamento, almeno fintanto che la determinazione del valore di liquidazione delle azioni in caso di recesso da una società quotata si identifichi con la media aritmetica dei prezzi di chiusura ai sensi dell’art. 2437-ter, terzo comma, c.c. (un criterio che, evidentemente, non dà all’azionista recedente la garanzia di percepire una somma corrispondente al valore “effettivo” del suo investimento). Al tempo stesso, qualsiasi modifica di tale criterio che imponga alla società di liquidare all’azionista recedente un importo determinato sulla base dei consueti metodi analitici (a cominciare dal DCF) può dare luogo al rischio di contestazioni da parte degli azionisti recedenti, soprattutto se si tratta di fondi speculativi che abbiano investito proprio al fine di lucrare la differenza tra quell’importo e il prezzo di mercato, aprendo così alla tecnica dell’*appraisal arbitrage* anche in Italia: ragione per la quale pressoché nessun emittente si è avvalso della facoltà, pur riconosciuta dall’art. 2437-ter, terzo comma, c.c., di introdurre statutariamente la possibilità di determinare il valore di recesso attingendo ai metodi analitici indicati nel secondo e nel quarto comma dello stesso articolo. Meritevole di considerazione appare, piuttosto, un intervento normativo che, bilanciando ancora una volta le opposte esigenze segnalate all’inizio di questo lavoro (riduzione degli oneri normativi per offerenti ed emittenti, da un lato, e tutela degli azionisti di minoranza, dall’altro), sostituisca il criterio attualmente previsto dall’art. 2437-ter, terzo comma, c.c. con un riferimento alla media *ponderata* dei prezzi di mercato del semestre antecedente al *primo annuncio al mercato* dell’operazione fonte del diritto di recesso o, se precedente, alla data in cui si è registrata *la prima fuga di notizie sull’operazione* idonea a influenzare in misura sensibile l’andamento del titolo.

³¹ F. PICCO, V. PONZIANI, G. TROVATORE, M. VENTORUZZO, (nt. 2), 58. Quanto osservato nel testo non equivale, beninteso, a sostenere che la strategia di *bumpirage* perseguita dai fondi speculativi debba essere limitata sul piano legale. Si tratta di una strategia legittima, che del resto costituisce espressione di autonomia privata (v. ancora K. DÖDING, (nt. 30), 974 s.). Quel che preme rilevare è che però tale strategia deve essere trasparente (e quindi valutabile, ove sia il frutto di una iniziativa coordinata di più fondi, anche alla stregua di quanto previsto dall’art. 122, quinto comma, lett. *d-bis*), t.u.f.) e comunque bilanciata da misure che rimuovano oneri indebiti in capo all’offerente (come l’obbligo di proporre una alternativa in contanti).

scambio siano negoziati su un mercato regolamentato (anche extra-UE, ove si tratti di mercati riconosciuti dalla Consob sulla base di un accordo stipulato con la omologa Autorità di quel mercato ai sensi dell'art. 70 TUF) e l'oblato benefici conseguentemente di una adeguata tutela e di una agevole possibilità di smobilizzo.

7. *Squeeze-out*: la soglia rilevante per l'esercizio del diritto di acquisto di cui all'art. 111 t.u.f. va ridotta al 90% per allinearla a quella prevista dall'art. 108 t.u.f. ai fini dell'adempimento dell'obbligo di acquisto (c.d. "sell-out"). Inoltre, nel computo della soglia rilevante per l'esercizio del diritto di *squeeze-out* deve tenersi conto anche delle azioni acquistate sul mercato sia durante il periodo "ordinario" di offerta sia durante la procedura di *sell-out*³². Infine, il diritto di *squeeze-out* va esteso alle azioni di risparmio (nonché a warrant e obbligazioni convertibili in azioni oggetto di *squeeze-out*).

Il diritto di *squeeze-out* costituisce il bilanciamento dell'obbligo per l'offerente di acquistare i titoli dei rimanenti azionisti della società target una volta chiuso il periodo "ordinario" di offerta, qualora il numero delle adesioni abbia superato una percentuale di capitale particolarmente qualificata. Appare, dunque, logico allineare le due soglie, anche al fine di aumentare le probabilità per l'offerente di acquisire a seguito dell'offerta il controllo totalitario della società target, evitando così il costo legato alla presenza di una esigua minoranza di investitori³³.

Inoltre, gli acquisti di azioni effettuati sul mercato devono concorrere al calcolo della soglia rilevante ai fini dello *squeeze-out*. Tali acquisti sono infatti soggetti a norme di trasparenza (art. 41, secondo comma, lett. c), n. 1, Regolamento Emittenti) e correttezza (art. 42, secondo comma, del Regolamento Emittenti: *best price rule*) che proteggono adeguatamente gli oblati sia sul piano informativo, sia sul piano della congruità del prezzo. In questo senso depone, del resto, anche la regola dell'art. 50, nono comma, lett. a)(ii) del Regolamento Emittenti che, ai fini della determinazione del corrispettivo del *sell-out* da parte della Consob, impone di calcolare la percentuale di adesioni all'offerta «computando anche eventuali acquisti effettuati dall'offerente al di fuori di un'offerta totalitaria durante il periodo di adesione, a condizione che siano state rispettate le previsioni contenute negli articoli 41 e 42». Del resto, non è dubbio che possa avvalersi della procedura di *sell-out* anche chi abbia acquistato le azioni sul mercato dopo la chiusura del periodo di offerta ma prima dell'avvio del periodo di *sell-out*³⁴. Non si vede allora

³² Si tratterebbe, così, di confermare sul piano legislativo l'orientamento già espresso dalla Consob: v. Comunicazione n. DEM/DCL/8081984 del 3 settembre 2008 e la Comunicazione n. 0183968 del 1° giugno 2018.

³³ In favore dell'allineamento delle due soglie si esprime anche ASSONIME, (nt. 8), 27.

³⁴ L'esistenza di un lasso temporale (normalmente una settimana) tra la fine del periodo di offerta (o la fine del periodo di riapertura dei termini ai sensi dell'art. 40-ter del Regolamento Emittenti) e l'avvio del periodo di *sell-out* si spiega con la necessità per l'offerente di comunicare al mercato i risultati definitivi dell'offerta e di regolare il pagamento delle azioni portate in adesione all'offerta (o

perché gli acquisti sul mercato dovrebbero favorire solo l'azionista "dell'ultima ora" (peraltro neppure esposto al problema della pressione ad aderire per la cui soluzione è pensato l'istituto del *sell-out*) e non anche l'offerente, che pure ha sostenuto un costo significativo per promuovere l'offerta. A maggior ragione andranno computate nel calcolo della soglia rilevante ai fini dello *squeeze-out* le azioni acquistate durante la procedura di *sell-out*, ove le garanzie a tutela degli azionisti residui (in termini di informazione, durata della procedura e determinazione del prezzo: v. artt. 50 ss. del Regolamento Emittenti) sono in tutto equivalenti a quelle che governano il periodo "ordinario" di adesione all'o.p.a.³⁵.

Infine, va modificato l'art. 111 t.u.f. per estendere l'operatività del diritto di *squeeze-out* alle azioni di risparmio, indipendentemente dal livello di flottante che esse rappresentano. La funzione dello *squeeze-out* è infatti quella di neutralizzare il costo della gestione di una "minoranza", quando questa rappresenti una frazione minima del capitale sociale. Tale fondamento può agevolmente estendersi anche alle azioni di risparmio che sono per definizione rappresentative di una "minoranza" di investitori privi di diritti amministrativi, interessati unicamente al rendimento della partecipazione e, come tali, tutelabili adeguatamente con regole appropriate in materia di determinazione del «giusto prezzo»³⁶ dello *squeeze-out* che assicurino la compatibilità della disciplina con il principio costituzionale di tutela della proprietà. Eguale estensione può essere considerata per i warrant che diano il diritto di acquistare o sottoscrivere le azioni ormai oggetto di *squeeze-out* nonché alle obbligazioni convertibili in tali azioni.

8. Azioni proprie: *le azioni proprie vanno sempre detratte dal numero di titoli oggetto dell'offerta, indipendentemente dal fatto che l'o.p.a. sia promossa dal socio di controllo.*

Appare ragionevole sottrarre le azioni proprie dal calcolo dei titoli oggetto dell'offerta in ogni caso e non soltanto quando l'offerta sia promossa da chi già detiene una partecipazione di controllo. La soluzione contraria, attualmente propugnata dalla Consob, si traduce in una implicita (e involontaria) misura difensiva

durante il periodo di riapertura dei termini): il che accade, appunto, il quinto giorno di mercato aperto successivo a quello di chiusura del periodo di adesione "ordinario" (eventualmente "riaperto").

³⁵ Il problema del computo delle azioni acquistate sul mercato ai fini del calcolo della soglia dello *squeeze-out* si pone ovviamente solo nell'ipotesi in cui tale soglia sia "sfalzata" rispetto alla soglia del *sell-out* (come accade nel regime italiano vigente); solo in questo caso, infatti, l'offerente, pur avendo superato la soglia del 90% a seguito dell'o.p.a. non ha ancora maturato il diritto di acquistare le azioni residue (che sorge solo al raggiungimento della soglia del 95%) e può avere (e normalmente avrà) interesse ad acquistare azioni fuori OPA per assicurarsi in costanza di *sell-out* il raggiungimento della soglia del 95%.

³⁶ Cfr. l'art. 15, par. 2, della direttiva OPA. Tale prezzo potrà essere determinato applicando gli stessi criteri previsti per la determinazione del corrispettivo dovuto ai possessori di azioni ordinarie in sede di *sell-out/squeeze-out* (al di fuori dell'ipotesi in cui esso coincida con il corrispettivo della eventuale offerta precedente). V. il successivo par. 10.

perché aumenta il costo delle offerte promosse da *outsiders* i quali dovranno sopportare un esborso finanziario potenzialmente superiore a quello al quale è esposto il socio di controllo che promuova un'o.p.a. funzionale al *delisting*³⁷. Anche questa disparità di trattamento tra offerte *outsider* e offerte *insider* merita di essere rimossa.

9. Autonomia statutaria: *va mantenuto il regime attuale di opt-out per la regola di passività. Inoltre, la soglia o.p.a. va fissata per tutte le società al 30% con possibilità di deroga statutaria mediante riduzione sino al 25% o incremento sino al 40% ma, in questo secondo caso, con attribuzione ai soci dissenzienti del diritto di recesso.*

Sia la regola di passività, sia la soglia il cui superamento determina l'obbligo di lanciare l'o.p.a. costituiscono profili fondamentali della disciplina. In materia di *passivity rule*, appare preferibile conservare l'impostazione vigente che prevede una regola legale più protettiva per i soci (l'obbligo di neutralità degli amministratori) lasciando all'assemblea straordinaria (e quindi con quorum rafforzati) la possibilità di una disapplicazione della regola di passività. Tale delibera avrebbe una precisa portata segnaletica nei confronti del mercato e consentirebbe agli investitori di incorporare nel prezzo la minore contendibilità conseguente alla rimozione della regola di passività³⁸.

Appare inoltre ragionevole estendere a tutte le società la disposizione attualmente prevista dall'art. 106, primo comma-ter, t.u.f. in materia di soglie o.p.a.³⁹ ma muovendo da una soglia unitaria di *default* stabilita dalla legge (30%)⁴⁰ e at-

³⁷ Computando le azioni proprie nell'oggetto dell'offerta l'*outsider* è infatti obbligato a negoziare con la banca finanziatrice una garanzia di importo superiore a quella cui è tenuto il socio di controllo che promuova un'o.p.a. volta al *delisting*.

³⁸ L'impostazione caldeggiata nel testo sembra anche la più coerente con il potenziale conflitto di interessi nel quale si trovano gli amministratori di una società bersaglio in caso di offerta (soprattutto se non concordata) e con l'esigenza di ottenere un pronunciamento dei soci che "autorizzi" in via generale gli amministratori ad adottare misure difensive in caso di o.p.a. ostile. È altresì bene precisare che il dovere degli amministratori chiamati a rilasciare il comunicato dell'emittente ai sensi dell'art. 103, terzo comma e terzo comma-bis, t.u.f. *non è quello di massimizzare il corrispettivo dell'offerta* (ciò che potrebbe legittimarli ad assumere misure difensive inefficienti) *bensì quello di valutare la congruità di quel corrispettivo* (v. sul punto K. DÖDING, (nt. 30), 968 s.) e cioè la sua idoneità a riflettere il valore attuale dei flussi di cassa futuri che la società sarebbe in grado di generare (secondo il metodo dei Discounted Cash Flows, c.d. "DCF") o distribuire (secondo il Dividend Discount Model, c.d. "DDM") se restasse indipendente (in coerenza con l'assunto valutativo tipico nelle operazioni di combinazione societaria tra entità indipendenti, in forza del quale tali entità devono essere valutate senza considerare eventuali sinergie derivanti all'operazione e quindi su base "stand alone").

³⁹ Cfr. ASSONIME, (nt. 8), 25 che però si pronuncia contro la previsione di un diritto di recesso per gli azionisti che non abbiano condiviso la modifica (e segnatamente l'incremento) della soglia.

⁴⁰ L'esigenza di una previsione legale, ancorché disponibile dall'autonomia statutaria, appare del resto maggiormente conforme al dettato dell'art. 5, par. 3, della direttiva OPA, secondo cui «la percentuale di

tribuendo il diritto di recesso ai soci che non abbiano concorso alla delibera con la quale l'assemblea straordinaria, innalzando tale soglia (eventualmente fino al 40%), abbia ridotto la contendibilità della società.

10. Semplificazione: *il documento d'offerta va snellito concentrandone il contenuto sulle informazioni veramente essenziali per una consapevole decisione degli oblati. Va altresì semplificata la formulazione dei criteri rilevanti per la determinazione del corrispettivo in caso di sell-out/squeeze-out.*

I documenti d'offerta pubblicati di recente contengono un numero di pagine superiore a 100, talvolta anche a 200⁴¹. Si tratta di un andamento presente da tempo⁴² che tuttavia ostacola, anziché agevolare, la comprensione delle caratteristiche essenziali dell'offerta e l'assunzione di una decisione realmente consapevole da parte degli oblati, soprattutto nel caso di investitori *retail*. Questa tendenza va arrestata con uno sforzo di semplificazione, ad es. con riguardo alle informazioni concernenti la parte descrittiva dell'offerente e/o la parte descrittiva dell'emittente e/o l'inserimento dei rispettivi dati contabili.

Appare necessaria, altresì, una semplificazione dei criteri da utilizzare per la determinazione del corrispettivo in caso di *sell-out/squeeze-out*. L'attuale formulazione dell'art. 108 t.u.f. (richiamato dall'art. 111, secondo comma, t.u.f.) e, soprattutto, quella degli artt. 50 ss. del Regolamento Emittenti rende complesso per l'offerente (e gli investitori) orientarsi nell'opera di coordinamento tra i diversi possibili scenari. Al riguardo è opportuno distinguere: (i) l'ipotesi nella quale la soglia del 90% sia oltrepassata a seguito (e nel contesto) di un'o.p.a. obbligatoria oppure nel contesto di un'o.p.a. volontaria (ma, in questo secondo caso, a condizione che sia stato acquistato, anche sul mercato, almeno il novanta per cento dei titoli oggetto dell'offerta)⁴³; (ii) ogni altra ipotesi di superamento della soglia del 90% (o.p.a. volontaria con acquisti inferiori alla soglia del 90% dei titoli oggetto dell'offerta; aumento di capitale; acquisti sul mercato): in questo scenario, il corrispettivo potrà essere determinato in applicazione dei criteri attualmente previsti dall'art. 50, quinto comma, del Regolamento Emittenti, attribuendo comunque prevalenza al corrispettivo della eventuale offerta precedente ove si sia chiusa non oltre sei mesi prima⁴⁴.

diritti di voto sufficiente a conferire il controllo ai sensi del paragrafo 1 e le modalità del calcolo *sono determinate dalle norme dello Stato membro* in cui la società ha la propria sede legale» (enfasi aggiunta).

⁴¹ Fonte: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/documenti-opa>.

⁴² Cfr. F. PICCO, V. PONZIANI, G. TROVATORE, M. VENTORUZZO, (nt. 2), 38, i quali sottolineano la «crescita chiaramente costante della lunghezza dei documenti di offerta», soprattutto nelle ipotesi di offerte pubbliche di scambio (per l'esigenza di descrivere lo strumento offerto in scambio). Anche la presenza di una pluralità di offerenti o di persone che agiscono di concerto contribuisce alla dilatazione delle dimensioni del documento.

⁴³ Si tratta del c.d. "market test" previsto dall'art. 15, par. 5, secondo capoverso, della direttiva OPA, recepito dall'art. 108, terzo comma, t.u.f.

⁴⁴ Ed eventualmente mantenendo fermo il principio per cui, ove per qualsiasi ragione non operi

Appare altresì meritevole di considerazione la possibilità di lasciare all'azionista che abbia superato la soglia del 90% l'iniziativa in ordine alla determinazione del corrispettivo mediante una apposita istanza da sottoporre alla approvazione della Consob⁴⁵.

11. Condizioni dell'offerta (*antitrust, golden power*): l'art. 102, quarto comma, t.u.f. va integrato ampliando il novero delle "autorizzazioni" al cui rilascio è subordinata l'approvazione del documento di offerta da parte della Consob anche alla clearance *antitrust/golden power*.

Nella disciplina attuale delle o.p.a. volontarie, ove siano previste «dalla normativa di settore» altre autorizzazioni, la Consob sospende l'istruttoria in attesa del rilascio di tali autorizzazioni (è il caso, ad es., in cui l'offerta abbia a oggetto l'acquisto di una partecipazione rilevante nel capitale di una impresa bancaria o assicurativa). L'istruttoria non viene invece sospesa nel caso in cui la "normativa di settore" sia prevista dal diritto antitrust. Ciò comporta che l'offerente, una volta intervenuta l'approvazione del documento d'offerta ad opera della Consob, è obbligato a promuovere l'offerta anche se non ha visibilità sugli esiti del procedimento antitrust.

Il rischio di un esito negativo del procedimento viene curato normalmente prevedendo una apposita condizione nel documento d'offerta, rinunciabile dall'offerente. Tuttavia, nel caso di complesse operazioni di concentrazione, la durata del procedimento antitrust si estende oltre la chiusura del periodo di adesione: è accaduto, pertanto, che l'offerente si sia trovato a dover valutare se rinunciare o meno alla condizione senza avere certezza sugli esiti dell'istruttoria antitrust. Tale valutazione è particolarmente delicata, soprattutto quando l'operazione ha natura *cross-border* (riguardando gruppi diversificati e Autorità di diversi Paesi), anche in ragione della portata delle conseguenze derivanti dalla scelta di acquistare le azioni portate in adesione all'OPA ancorché sia ancora pendente il procedimento: l'offerta può essere conclusa, infatti, ma l'offerente non è legittimato a esercitare i diritti di voto inerenti alle azioni acquistate⁴⁶.

il rinvio al corrispettivo dell'offerta precedente, il prezzo del *sell-out* non potrà comunque essere inferiore al maggior importo tra il prezzo medio dell'ultimo semestre e il corrispettivo più elevato pattuito dal soggetto tenuto all'obbligo di acquisto (o di suoi concertisti) previsto dall'attuale settimo comma dell'art. 50 del Regolamento Emittenti (ma riducendo a sei mesi il periodo rilevante per la individuazione di questo).

⁴⁵ Nel regime attuale, spetta invece alla Consob determinare unilateralmente il corrispettivo in ogni ipotesi in cui esso non collimi con il prezzo della eventuale offerta precedente. Aderendo alla proposta indicata nel testo, la Consob avrebbe il potere di approvare o rigettare l'istanza, ma non quello di modificarla individuando un corrispettivo alternativo. La proposta evoca il modello che vige in Germania, ove è l'offerente a formulare una apposita istanza da sottoporre al Tribunale di Francoforte, che può accogliere o respingere l'istanza ma, appunto, non rettificarla.

⁴⁶ V., per le operazioni soggette al diritto italiano antitrust, l'art. 17, secondo comma, l. n. 287/90 e, per quelle di rilevanza europea, l'art. 7, par. 2, del Regolamento CE n. 139/2004 (che ammette

In alcuni casi si è tentato di affrontare la questione mediante un *pre-filing* (ossia una sorta di pre-notifica dell'operazione funzionale ad abbreviare i tempi del procedimento formale) e/o garantendosi l'impegno di un soggetto ad acquistare un ramo aziendale significativo della società *target* per attenuare l'effetto restrittivo della concorrenza che potrebbe scaturire dal perfezionamento dell'o.p.a.⁴⁷. Ma queste strade presuppongono che le informazioni concernenti la futura o.p.a., e i relativi dati strategici, finanziari e industriali, siano condivise all'esterno prima che il mercato ne venga a conoscenza, con il rischio di fughe di notizie e senza alcuna garanzia di sufficiente visibilità sull'orientamento finale che verrà assunto dalla Autorità antitrust.

La modifica proposta in questa sede aumenterebbe il grado di certezza dell'operazione, riducendo i costi per l'offerente e tutelando le aspettative del mercato sul perfezionamento dell'operazione. È vero che il recepimento di questa proposta comporterebbe una dilatazione dei tempi di avvio del periodo di offerta rispetto al momento di primo annuncio al mercato dell'operazione, atteso che la Consob non autorizzerebbe la pubblicazione del documento di offerta finché non sia intervenuto il rilascio dell'autorizzazione antitrust. Ma tale dilatazione è ben nota al mercato sia perché, come osservato, già caratterizza la disciplina delle offerte pubbliche sul capitale di banche e assicurazioni; sia perché non farebbe altro che allineare la tempistica dell'o.p.a. volontaria a quella dell'o.p.a. obbligatoria conseguente al trasferimento di una partecipazione rilevante. In quest'ultimo caso, infatti, è prassi del tutto consolidata che il *closing* dell'operazione (e quindi il sorgere dell'obbligo di o.p.a.) sia subordinato al rilascio dell'autorizzazione antitrust, quale condizione prevista al *signing* del negozio traslativo della partecipazione di controllo (con conseguente trascorrere di un lasso di tempo anche rilevante tra la data dell'annuncio al mercato del *signing* e la data del *closing*)⁴⁸. Se condivisa,

l'offerente a esercitare il voto soltanto al fine di «mantenere il pieno valore dei suoi investimenti» e ferma l'esigenza che la deroga sia appositamente accordata dalla Commissione). Analoga misura è prevista dalla disciplina *golden power* che statuisce la sospensione dei diritti di voto fino alla notifica e, successivamente, fino al decorso del termine per l'imposizione di condizioni o per l'esercizio del potere di opposizione: cfr. l'art. 1, quinto comma, del d.l. n. 12/2012 (se si tratta di attività strategiche per la difesa e la sicurezza nazionale) nonché l'art. 2, comma 6, del medesimo decreto (se si tratta di attivi strategici nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni). Nel caso della notifica *golden power*, tuttavia, il problema potrebbe esser meno acuto in ragione della durata più circoscritta del procedimento (45 giorni, prorogabili di altri trenta in caso di richiesta di informazioni aggiuntive, e di ulteriori 30/35 giorni).

⁴⁷ Come nel caso dell'offerta promossa da Banca Intesa su Ubi Banca e dell'accordo raggiunto da Intesa con Bper Banca contestualmente all'annuncio al mercato dell'offerta sulle azioni Ubi.

⁴⁸ Per limitarsi alle offerte più recenti: (i) nel caso dell'o.p.a. obbligatoria sulle azioni Saras l'operazione è stata annunciata al mercato l'11 febbraio 2024, il rilascio dell'autorizzazione antitrust (di competenza della Commissione Europea) è avvenuto il 12 giugno 2024 e il documento di offerta è stato approvato dalla Consob l'11 luglio 2024; (ii) nel caso dell'o.p.a. obbligatoria su azioni Be Shaping il *signing* è stato annunciato al mercato il 19 giugno 2022, le autorizzazioni antitrust previ-

l'impostazione appena delineata per la condizione antitrust potrebbe essere estesa anche ad altre forme di autorizzazione e, segnatamente, all'ipotesi in cui l'offerta debba essere notificata ai sensi della disciplina in materia di esercizio dei poteri speciali da parte dello Stato (c.d. "golden power").

ste dalle legislazioni domestiche rilevanti sono state rilasciate nella prima metà di agosto 2022 e il documento d'offerta è stato approvato dalla Consob il 15 novembre 2022; (iii) nel caso dell'o.p.a. obbligatoria su azioni IMA il signing è stato annunciato al mercato il 20 luglio 2020, le autorizzazioni antitrust previste dalle legislazioni domestiche rilevanti sono state rilasciate tra settembre e novembre 2020 e il documento d'offerta è stato approvato dalla Consob il 10 dicembre 2020.