

Luiss

Libera Università
Internazionale
degli Studi Sociali

Guido Carli

CERADI

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

Le modifiche al regolamento Consob sulla
disciplina degli emittenti tra istanze emerse
nella prassi applicativa e la direttiva dell'UE
sull'OPA

Giovanna, Giada Salvati

Novembre 2000

INTRODUZIONE

Il 20 maggio 2000 è stata pubblicata (nel Supplemento ordinario alla "Gazzetta ufficiale" n. 105 dell'8 maggio 2000) la deliberazione della Consob n. 12475 del 6 aprile 2000, che contiene le modificazioni e le integrazioni al regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999 concernente la disciplina degli emittenti dettata dal decreto legislativo n. 58 del 1998 (d'ora in avanti Testo unico).

I cambiamenti maggiori apportati dalla citata delibera riguardano la disciplina della relazione semestrale, quella della cartolarizzazione dei crediti e, soprattutto, quella relativa alle offerte pubbliche di acquisto e scambio. In quest'ultima materia, le modifiche interessano solamente pochi articoli (artt.35, 37, 40, 41, 42)¹, ma risultano fondamentali al fine di ridefinire i tempi che scandiscono le operazioni di opa.

Fin dal momento in cui il regolamento emittenti è entrato in vigore, infatti, sono sorti dubbi relativi a quale dovesse essere considerato il momento iniziale di un'offerta pubblica. La questione ha una sua valenza pratica rilevantissima in quanto solo da detto momento inizia a decorrere la c.d. *passivity rule*, vale a dire, la regola disposta dall'art.104 del Testo unico, secondo cui le società oggetto di un'offerta pubblica devono astenersi dal compiere atti o operazioni² che possono contrastare gli obiettivi

¹ A rigore altri 2 articoli del regolamento n. 11971/99 sono stati ritoccati. L'art. 38 prevede un nuovo obbligo per l'offerente, quello di trasmettere alla Consob una copia del documento d'offerta su supporto informatico, che è stato chiaramente introdotto al fine di agevolare sia la conservazione sia una eventuale trasmissione "via Internet" del documento. All'art. 39, invece, è stata inserita la locuzione "periodo di adesione" al posto della precedente "durata dell'offerta", in quanto quest'ultima espressione è stata soppressa dall'intera disciplina delle opa.

² La legge non specifica quali siano detti atti od operazione, ma sul tema è intervenuta la Comunicazione della Consob n.99039392 del 18

dell'offerta, salvo autorizzazione dell'assemblea, ordinaria o straordinaria, che deve deliberare, anche in seconda o in terza convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentino almeno il trenta per cento del capitale.

Le incertezze appena ricordate in relazione alla fase di avvio del procedimento di offerta pubblica sono state determinate, in primo luogo, dagli scarni riferimenti, operati dal Testo unico, al "periodo d'offerta"³. La Consob, nella prima redazione del regolamento emittenti, aveva privilegiato una interpretazione del Testo unico funzionale alla repressione dei fenomeni di *insider trading*. Tale interpretazione però, allontanandosi dal testo della legge, ha causato molti dubbi applicativi, che hanno provocato alcune comunicazioni interpretative della Commissione e due pronunce del giudice amministrativo con cui, disattendendo le determinazioni della Consob, è stata decisa la sospensione dell'applicazione della regola di passività fino alla presentazione del documento d'offerta. Proprio la prassi applicativa del regolamento e le incertezze ora richiamate hanno costituito il motore delle modifiche introdotte con la delibera n.12745/00, il cui studio non può prescindere dall'analisi degli avvenimenti precedenti.

maggio 1999. La Commissione formula un elenco che comprende prima di tutto gli atti diretti ad incrementare il costo necessario per raggiungere il quantitativo di azioni desiderate dall'offerente (ad esempio, operazioni di aumento di capitale o di conversione in azioni con diritto di voto di altri strumenti finanziari, l'acquisto di azioni proprie, e la modifica del prezzo di mercato dei titoli). Prosegue con i comportamenti volti a mutare le caratteristiche della società bersaglio (cessioni di beni, operazioni di fusione o scissione, improvvisa modifica di politiche commerciali). Ed infine considera i comportamenti c.d. di disturbo (promozione di un'offerta contraria sulle azioni dell'offerente o acquisto di nuovi "business" che rendono più difficile il superamento dei problemi connessi alla normativa antitrust).

In senso critico rispetto a questa decisione vedi MUCCIARELLI, *Combinazioni aziendali e passivity rule*, in Banca, Borsa e titoli di credito, 2000, II, p. 223.

³ Il Testo unico cita unicamente il periodo che intercorre tra la data di pubblicazione del documento d'offerta e la chiusura dell'offerta (art.103, comma 2, lett. a); il periodo dalla data della comunicazione fino ad un anno dalla chiusura dell'offerta (art. 103, comma 2, lett. b); il periodo della pendenza dell'offerta (art.102, comma 3 e art. 104, comma 2).

L'OPAS OLIVETTI-TELECOM

Contemporaneamente alla data di entrata in vigore del Testo Unico, la Consob adotta il regolamento n. 11520/98 che agli artt. da 3 a 18 disciplina le offerte pubbliche di acquisto, dando attuazione così agli artt. da 102 a 112 del Testo Unico.

Le nuove norme regolamentari, dopo pochi mesi dalla loro entrata in vigore, sono state sottoposte ad una prova di efficienza a causa di un'imponente operazione finanziaria: l'offerta pubblica di acquisto e scambio totalitaria lanciata da Olivetti spa e Tecnost Mael spa su Telecom Italia spa. Questa la cronologia degli eventi.

Il 20 febbraio 1999 il consiglio di amministrazione di Olivetti delibera di procedere, tramite la controllata Tecnost, all'offerta di acquisto e scambio volontaria⁴ sul 100% delle azioni della Telecom.

L'offerente, rispettando la disciplina ora dettata dall'articolo 37, comma 1, del regolamento n.11971/99⁵, qualche ora dopo, senza indugio, comunica la sua intenzione di promuovere l'offerta, fuori dall'orario di negoziazione, contestualmente alla Borsa Italiana spa, alla Telecom e alla Consob, la quale, con comunicato stampa del 22 febbraio 1999, giudica tale comunicazione inammissibile e formula due ordini di considerazioni. Il primo riguarda la possibilità di apporre condizioni all'offerta, il secondo, invece, è relativo alla necessità

⁴ Ai sensi del combinato disposto degli artt.102 e106, comma 4 del Testo Unico.

⁵ Il contenuto del regolamento n. 11520/98 è stato completamente riversato, senza alcuna variazione, nel regolamento n.11971/ 99. Gli articoli da 35 a 50 del regolamento n. 11971/ 99 coincidono del tutto con gli articoli da 3 a 18 del regolamento n. 11520/98. Al fine di agevolare la lettura, nel proseguimento dello scritto, la numerazione degli articoli sarà quella propria del regolamento 11971/99. Ad esempio l'articolo 37 del regolamento n. 11971/99 corrisponde all'articolo 5 del regolamento n. 11520/98.

di indicare nella comunicazione il periodo entro il quale è previsto che avvenga l'offerta.

Dal primo punto di vista bisogna considerare che l'articolo 40, comma 1, del regolamento n.11971/99, vieta che l'efficacia dell'offerta sia sottoposta a condizioni il cui verificarsi dipenda dalla mera volontà dell'offerente. Ad avviso della Commissione, la comunicazione Olivetti conteneva condizioni a cui subordinare l'*intenzione* stessa di procedere all'offerta e, dunque, conteneva una condizione meramente potestativa inconciliabile con il dettato normativo relativo alla disciplina delle opa.

Dal secondo punto di vista la Consob asserisce che la comunicazione, nel caso in cui sia trasmessa ai soggetti prescritti senza allegarvi il documento di offerta, debba includere, fra gli "elementi essenziali", anche l'indicazione del periodo entro il quale è previsto che l'offerta avvenga. Tale specificazione della Commissione è opportuna dal punto di vista sistematico ed equa sotto il profilo del sistema economico considerato nel suo insieme.

Opportuna in quanto integrativa dell'articolo 37 comma 1 del regolamento n. 11971/ 99, che si presenta assai scarno. L'articolo citato si limita, infatti, a statuire che la comunicazione deve contenere le finalità dell'operazione, i nomi degli eventuali consulenti e gli elementi essenziali, senza però fornire alcuna indicazione su quali essi siano. In realtà, alcuni suggerimenti possono trarsi da un allegato al regolamento n. 11971/ 99, che considera tre elementi come "essenziali": il quantitativo degli strumenti finanziari, il loro corrispettivo e la durata dell'offerta appunto. C'è da rilevare, però che l'allegato in parola si riferisce alle modalità di redazione del documento d'offerta, non della preventiva comunicazione, e questa mancanza di corrispondenza non contribuiva certo a dare certezza agli operatori.

Equa, invece, perché in presenza di un'opa ostile, la fissazione di un termine contribuisce a salvaguardare gli interessi dell'emittente a non rimanere sottoposto a tutta una serie di pesanti obblighi per un tempo eccessivamente lungo o addirittura indeterminato.

Sulla base di tali considerazioni, la Consob esclude che il documento trasmesso dalla Olivetti possa essere qualificato come "comunicazione" ai sensi dell'articolo 102 comma 1 del Testo Unico, e pertanto non decorre il divieto contenuto nell'articolo 104 del Testo Unico.

Il 25 febbraio 1999 la Consob riceve, da parte di Olivetti, una nuova comunicazione⁶. Tale atto viene giudicato, dalla Commissione, idoneo a fornire al mercato le informazioni necessarie sull'offerta e, soprattutto, sufficiente a far decorrere l'obbligo di astensione prescritto dall'articolo 104 del Testo Unico. Conseguentemente, la stessa comunicazione segna l'inizio sia del "periodo d'offerta" di cui all'articolo 35, sia della decorrenza degli obblighi di trasparenza e correttezza di cui agli articoli 41 e 42 del regolamento n. 11971/99.

Come detto, il Testo Unico non spende molte parole per disciplinare le formalità iniziali dell'offerta pubblica. L'articolo 102 comma 1 del Testo Unico impone ai soggetti che effettuano un'offerta pubblica di acquisto o di scambio di darne preventiva comunicazione alla sola Consob, allegando un documento, destinato alla pubblicazione successiva. Dalla lettura di questo

⁶ L'offerente riformula la comunicazione, intervenendo sui punti oggetto dei rilievi espressi dalla Consob. Le novità maggiori incluse nel secondo documento sono due.

In primo luogo l'intenzione stessa di procedere all'offerta pubblica non viene subordinata alla cessione a Mannesmann delle partecipazioni detenute in Infostrada e Omnitel. Olivetti infatti comunica al mercato di aver stipulato con la società tedesca un contratto definitivo, anche se sospensivamente condizionato al successo dell'offerta su Telecom Italia. La nuova comunicazione, inoltre, si limita a prevedere che gli effetti dell'offerta siano condizionati al verificarsi di determinati eventi futuri, che dipendono, però, dalla volontà di soggetti terzi e non dall'offerente, quali il raggiungimento di un quantitativo minimo di adesioni e l'approvazione da parte dell'Autorità Garante della concorrenza e del mercato.

In secondo luogo viene specificato il tempo previsto per l'effettuazione dell'offerta. Non viene fissata una data precisa, ma solamente l'indicazione del mese da cui l'offerta può iniziare a decorrere: aprile 1999. La Commissione sottolinea che l'offerta deve necessariamente iniziare entro il tempo dichiarato, perché ogni eventuale rinvio, oltre a comportare un inammissibile mutamento delle condizioni annunciate, implicherebbe un ingiustificato allungamento del periodo in cui la società bersaglio è sottoposta alla regola di passività.

comma sembra chiaro che il documento di cui si parla debba essere un allegato della comunicazione, il quale svolge la funzione di integrare i dati contenuti nella comunicazione per raggiungere due finalità. Una è quella di consentire ai destinatari, ai sensi dell'articolo 102 comma 1, di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta. L'altra consiste nell'offrire all'autorità di vigilanza le notizie sufficienti per consentirgli di esprimere un giudizio consapevole sull'offerta.

Nonostante questa apparente chiarezza, la Consob ha interpretato il gerundio "allegando", presente nel primo comma dell'articolo 102, nel senso che il documento d'offerta può essere consegnato anche in un momento successivo rispetto alla presentazione della prima comunicazione. Tale interpretazione ha dato luogo alla redazione di una norma fondamentale, l'articolo 37 del regolamento n. 11971/99, che, al comma 1, impone che la decisione di procedere ad un'offerta pubblica sia comunicata, senza indugio, fuori dall'orario di negoziazione, contestualmente al mercato, all'emittente e alla Consob. Il comma successivo dispone che solamente dal momento della ricezione da parte della Consob del documento d'offerta e della scheda di adesione (redatti secondo gli schemi allegati al regolamento), la comunicazione deve ritenersi completa e prende data ai fini della decorrenza del termine di 15 giorni⁷ stabilito dall' articolo 102, comma 2, T.U.. Entro questo termine la Commissione può richiedere agli offerenti di fornire informazioni integrative, particolari garanzie oppure può indicare specifiche modalità da seguire per la pubblicazione del documento, che avverrà, decorso il termine in parola, qualora l'autorità di vigilanza decida di rilasciare un parere favorevole.⁸

⁷ Il termine è di 30 giorni per le offerte aventi come oggetto o corrispettivo prodotti finanziari non quotati né diffusi tra il pubblico.

⁸ La legge, in realtà, non specifica nulla a riguardo di tale parere, ma si limita ad attribuire alla Commissione il potere di richiedere chiarimenti. Dunque, l'offerente, stando alla lettera della legge, potrebbe legittimamente procedere alla pubblicazione del documento d'offerta qualora siano trascorsi 15 giorni senza che la Consob abbia rilevato nulla. Ma la prassi mostra come la Commissione non lasci semplicemente trascorrere tale termine, adottando la formula del silenzio-assenso, ma emetta un vero e

La suddetta interpretazione è alla base anche dell'articolo 35, rilevantissimo in quanto fornisce, al punto c), la definizione di "periodo d'offerta". Questo viene fatto decorrere dalla data della "prima comunicazione" al mercato, sottolineando, così, ancora una volta, la possibile precedenza di detta comunicazione rispetto al deposito del documento d'offerta. Il regolamento n. 11971/99 ricorre espressamente a tale definizione negli articoli 41, comma 1, e 42, comma 2 al fine di specificare l'ambito temporale entro il quale i soggetti interessati devono rispettare gli speciali obblighi di trasparenza e correttezza.

Riepilogando, la Comunicazione alla Consob di cui all'articolo 102 comma 1 è stata suddivisa dal regolamento n. 11971/99 in due adempimenti distinti anche dal punto di vista temporale. Il primo coincide con l'invio della "prima comunicazione" che l'offerente deve effettuare non appena⁹ assunta la decisione di lanciare l'offerta¹⁰. Una volta adempiuto questo obbligo e sempre che la comunicazione presenti il contenuto minimo determinato dalla Consob, scattano le regole di trasparenza e correttezza.

Il secondo, invece, corrisponde al deposito del documento d'offerta, della scheda di adesione, della documentazione concernente la garanzia e l'avvenuto rilascio delle necessarie autorizzazioni, che può avvenire, come è successo, anche diversi

proprio atto autorizzatorio la pubblicazione (nulla osta). E' appena il caso di precisare che il giudizio della Consob non deve incidere sul merito dell'operazione, cioè sulla sua opportunità, ma deve limitarsi ad effettuare un controllo sulla sussistenza dei requisiti indicati dalla legge.

⁹ Un problema interpretativo si è posto al fine di comprendere quale sia il momento in cui sorge l'obbligo di inviare la comunicazione. Il Testo Unico non è dotato di alcuna indicazione a riguardo. Il regolamento emittenti, invece, precisa solamente che la comunicazione deve essere inviata "senza indugio". Ritengo valida l'opinione, che sostiene che l'obbligo sorge solo nel momento in cui il Consiglio di Amministrazione abbia assunto la formale deliberazione definitiva, e non nel momento precedente in cui si svolge una attività preparatoria di progettazione e analisi o di rastrellamento dei titoli sul mercato.

¹⁰ L'organo competente per tale decisione è il consiglio di amministrazione, ma deve essere ritenuta equivalente la decisione presa dal comitato esecutivo, come avvenne nel caso dell'opa Generali su Ina, qualora ovviamente tale organo delegato abbia la competenza sulla materia.

mesi dopo la prima comunicazione. L'inoltro di questi documenti deve essere reso contestualmente noto all'emittente e al mercato.

Per completare l'annunciato quadro normativo si deve analizzare la disciplina della regola di passività che è quasi¹¹ totalmente contenuta nell'articolo 104 del Testo Unico poiché la legge non opera rinvii alla potestà regolamentare della Consob. Il principale problema interpretativo sollevato da questa norma è stato quello di determinare il momento a partire dal quale la regola deve essere applicata. Il testo di legge non ci offre riferimenti temporali che possano risolvere la questione. Si limita a stabilire, al comma 1, che lo speciale obbligo di astensione si applica nei confronti delle "società italiane le cui azioni (sono) oggetto dell'offerta". L'unica altra indicazione sulla durata del divieto è quella che è possibile ricavare dal comma 2, in cui si prevede che i termini e le modalità di convocazione delle assemblee da tenersi in "pendenza dell'offerta" sono disciplinate con regolamento emanato dal ministro di Grazia e giustizia. Ma da quale momento le azioni di una società devono essere considerate "oggetto dell'offerta"? E il periodo di "pendenza dell'offerta" da quando ha inizio?

Sotto la vigenza della legge n. 149 del 1992, la risposta era offerta dalla legge stessa, che, all'articolo 16, sanciva che il comportamento della società bersaglio fosse vincolato dalla regola di passività dalla pubblicazione del prospetto informativo e per tutta la durata dell'offerta. Dunque l'emittente era sottoposto a detto vincolo non appena il mercato veniva a conoscenza dell'opa. La fase preliminare alla pubblicazione del prospetto informativo era, infatti, riservata solamente all'offerente e alla Consob e nessuna informazione doveva essere fornita al mercato.

¹¹ L'unico richiamo dell'articolo 104 ad una normativa secondaria è quello presente al secondo comma, che si riferisce al regolamento emanato, sentita la Consob, dal ministro di Grazia e Giustizia, disciplinante le modalità di convocazione delle assemblee da tenersi in pendenza d'offerta. Il regolamento è il n. 437 del 5 novembre 1998 e per quanto riguarda la disciplina dell'assemblea dettata dal codice civile, fissa il termine per la pubblicazione dell'avviso di adunanza nei 30 giorni precedenti l'assemblea, sostituendo così la previsione dei 15 giorni dettata fissato dal c.c.

Nell'ambito del Testo Unico, invece, silente sul tema, sono configurabili soluzioni diverse tra loro.

Secondo alcuni autori¹² il divieto decorre dalla pubblicazione del documento d'offerta, ai sensi dell'articolo 38 del regolamento n. 11971/99; o, al contrario, secondo altri¹³, l'effetto impeditivo si produce dalla prima comunicazione dell'intenzione di promuovere l'offerta, in base al combinato disposto dell'articolo 35, comma 1, lettera c) e dell'articolo 37, comma 1 del regolamento n. 11971/99.

Qualcuno¹⁴ ha anche proposto un'ulteriore soluzione intermedia tra le due appena esposte, secondo la quale il divieto dovrebbe scattare al momento della presentazione alla Consob del documento d'offerta, quindi nel momento da cui inizia a decorrere il termine istruttorio, di 15 o 30 giorni, previsto ai fini della pubblicazione del documento d'offerta. Siffatta interpretazione non appare condivisibile. Preso atto, infatti, della mancanza di specifiche indicazioni nella legge e nel regolamento, è possibile: (i) scegliere un'interpretazione a tutela dell'emittente, posticipando il divieto al momento in cui sia il pubblico sia la società *target* avranno una dettagliata conoscenza di tutti gli aspetti dell'offerta, sulla base dei dati che il documento d'offerta deve necessariamente contenere, (ii) propendere per la tutela del mercato, anticipando la *passivity rule* al momento in cui viene resa nota la prima comunicazione dell'intenzione di promuovere l'offerta.

Ed è proprio quest'ultima la posizione accolta dalla Consob, in occasione della decisione relativa alla seconda comunicazione inviata da Olivetti.

La Commissione ravvisa, nella "preventiva comunicazione" di cui all'articolo 102 comma 1 del Testo Unico, il momento

¹² In questo senso RICCI, *Perché sia opa non basta un comunicato*, in *Il Sole 24 ore*, 25 febbraio 1999.

¹³ In questo senso DESANA *Autorizzazione dell'assemblea*, in AA. VV., *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, dir. da Cottino, Torino, 1999.

¹⁴ In questo senso cfr. SALAFIA, *Il procedimento per il lancio di un'opa*, in *Società*, 1999, p. 397.

iniziale del procedimento d'offerta, e pertanto il momento dal quale deve decorrere la *passivity rule*. L'autorità di vigilanza qualifica il documento d'offerta come un elemento accessorio di carattere formale, la cui mancanza non è di per sé ostativa alla produzione degli effetti della comunicazione d'offerta, anche se questa deve essere poi completata da detti elementi. Per questa ragione, appunto, argomenta la Commissione, l'articolo 37, comma 2, del regolamento n. 11971/99 chiarisce espressamente che l'indicato completamento della comunicazione è necessario perché questa "prenda data ai fini dell'art. 102, comma 2, del T.U.", cioè ai soli fini di far decorrere il termine entro cui la Consob è tenuta a pronunciarsi ed a nessun altro fine che quello. Resta però fermo che la comunicazione in esame, per essere idonea a produrre i propri effetti, deve essere in grado di fornire al mercato le informazioni necessarie, tra le quali rientra il periodo entro il quale è previsto che l'offerta avvenga. Inoltre la volontà deve essere manifestata in modo certo. Non è sufficiente la semplice intenzione subordinata all'avverarsi di fatti connessi alla possibilità di procurarsi i mezzi per compiere l'operazione. Unicamente ad una comunicazione con queste caratteristiche si può affermare che manchino solo elementi accessori e si può giustificare perciò il sorgere, per la società emittente, dell'obbligo di astensione ex articolo 104.

Questa ricostruzione interpretativa del regolamento n. 11971/99, operata dalle determinazioni della Consob, viene travolta dalla magistratura amministrativa al momento della vicenda relativa all'opas promossa dalle Assicurazioni Generali spa sul capitale dell'Ina spa¹⁵, che ha risollevato le stesse problematiche affrontate in occasione dell'opas Olivetti/Telecom. ¹⁶

¹⁵ In seguito "Generali" ed "Ina"

¹⁶ Per un approfondimento delle tematiche emerse nel corso dell'opas Olivetti/Telecom vedi SPAVENTA, *La disciplina dell'opas in Italia : i risultati di un test*, in mercato concorrenza regole, 1999, p.245 ss.

L'OPAS GENERALI-INA

In data 14 settembre 1999 le Generali trasmettono la comunicazione concernente l'intenzione di procedere ad un'opas sul 100% delle azioni dell'Ina.

La società emittente, il successivo 22 settembre, presenta un esposto alla Consob, in cui richiede di conoscere l'orientamento della Commissione su quale debba essere il momento dal quale scatta l'effetto previsto dall'articolo 104 del Testo Unico. Nell'esposto si rileva che la comunicazione inviata da Generali non produce lo speciale obbligo di astensione in quanto non è conforme ai principi interpretativi dettati dalla Consob in occasione dell'opas Olivetti/Telecom con la Comunicazione n.DIS/99013832¹⁷, ed, inoltre, la prima comunicazione, in astratto considerata, non è idonea, stando alle disposizione di legge, a far decorrere la regola di passività.

La Consob, emette una Comunicazione¹⁸ in cui contesta le motivazioni addotte dall'Ina, ribadendo le affermazioni già sostenute nella Comunicazione n.DIS/99013832. Prima di tutto, in via generale, si osserva che la prima comunicazione, anche se

¹⁷ L'esposto dell'Ina postulava una mancanza di trasparenza sulle modalità di finanziamento ed affermava che alcune delle condizioni poste dall'offerente generavano dubbi di legittimità. La Consob rispondeva che in quella fase era sufficiente l'indicazione delle modalità di reperimento dei mezzi finanziari e, riguardo alle condizioni, assicurava che esse erano valide in quanto non meramente potestative.

Le condizioni che avevano posto dubbi di legittimità erano tre. (i) La soppressione da parte dell'Ina, con delibera iscritta entro 120 giorni dal termine della durata dell'offerta, dell'articolo del suo statuto che non consentiva l'esercizio del voto per partecipazioni superiori al 5% del capitale sociale, ove la clausola non risulti automaticamente decaduta ai sensi dell'articolo 212 del Testo Unico. (ii) La mancata effettuazione da parte dell'emittente di atti suscettibili di contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. (iii) Il mancato verificarsi di situazioni pregiudizievoli per l'emittente, indipendenti dalla volontà dell'emittente o dell'offerente, tali da alterare in modo sostanziale il profilo patrimoniale e/o finanziario del gruppo dell'emittente rispetto al bilancio consolidato al 31.12.1998.

¹⁸ Comunicazione n. DIS/99071599 del 2-10-1999.

priva del documento d'offerta, qualora esprima un ferma intenzione di promuovere l'offerta e contenga gli elementi necessari, è di per sé idonea ad avviare il periodo d'offerta ed a rendere operante la regola di passività.

Ad avviso della Commissione la comunicazione delle Generali contiene le suddette caratteristiche e, pertanto, dichiara efficace il divieto ex articolo 104 fin dalla prima comunicazione delle Generali, specificando che la posticipazione dell'obbligo di astensione ne avrebbe frustrato di fatto la portata.

A seguito di siffatta interpretazione, dunque, l'Ina si trova ad essere gravemente ostacolata in un momento in cui sta elaborando un progetto di integrazione con il San Paolo Imi e per di più per un periodo di tempo che si preannuncia molto lungo. La comunicazione delle Generali, infatti, indica nel "mese di gennaio 2000" il termine previsto per l'inizio dell'offerta. Al fine di riconquistare la propria libertà di iniziativa, l'8 ottobre 1999, l'Ina ricorre¹⁹ al Tar, chiedendo l'annullamento, previa sospensione dell'efficacia, della Comunicazione della Consob n. DIS/99071599, e degli articoli 35, comma 1, lettera c) e 37 del regolamento n.11971/99.

Le argomentazioni fondamentali addotte dall'Ina sono le seguenti.

Il regolamento n. 11971/99, nella parte in cui ricollega gli effetti della regola di passività alla prima comunicazione, è illegittimo per contrasto con gli articoli 102 e ss. del Testo Unico che, al contrario, prescrivono la decorrenza della passività dalla pubblicazione del documento d'offerta completo degli allegati di cui all'articolo 37, comma 2, del regolamento. E' solo da quel momento che un'opa può considerarsi promossa in modo irrevocabile con decorrenza degli effetti a questa connessi. La prima comunicazione non può essere equiparata, quanto agli effetti, al documento d'offerta, in quanto essa non manifesta un impegno vincolante da parte dell'offerente né assicura il successivo svolgimento dell'offerta, considerata l'assenza di

¹⁹ Ricorso n.12660/99

sanzioni qualora non si prosegua con la formulazione di un'offerta. L'articolo 104 del T.U. si applica nei confronti di una società le cui azioni siano oggetto di un'offerta, e questa sussiste solamente in presenza di una manifestazione di volontà certa definibile come quella che, se accettata, perfeziona un contratto. Pertanto la comunicazione trasmessa da Generali non costituisce un'offerta (nel senso tecnico della parola) vincolante per chi la esprime, e il provvedimento della Consob incorre in un evidente errore di diritto, quando afferma che sia sufficiente una "ferma intenzione". La manifestazione di un'intenzione, infatti, non è equivalente, dal punto di vista giuridico, alla manifestazione di una volontà negoziale.

Ancora, l'interpretazione della Consob produce una violazione dell'articolo 41 della Costituzione in quanto restringe illegittimamente la libertà di iniziativa economica e imprenditoriale della società bersaglio. La prima comunicazione è caratterizzata da un contenuto molto meno ampio rispetto al documento d'offerta. Le "finalità dell'operazione", infatti, contenute nelle comunicazioni sono orientamenti di massima, mentre i "programmi futuri dell'offerente", richiesti nella redazione dei documenti d'offerta, devono contenere un preciso piano industriale e, in generale, dati molto più completi. Affinchè l'articolo 104 possa essere applicato, è essenziale che la società target sia a conoscenza, nei particolari, degli obiettivi dell'offerente, in modo che gli atti da sottoporre al particolare quorum deliberativo siano solamente quelli idonei a contrastare con gli obiettivi chiariti nel documento d'offerta. Diversamente, introdurre la regola di passività quando ancora si ignorano gli obiettivi dell'offerta comporterebbe una indiscriminata limitazione di diritti costituzionalmente garantiti.

Il Tar del Lazio accoglie l'istanza cautelare del'Ina con riguardo sia al regolamento sia al provvedimento della Consob con ordinanza n. 2964 del 20 ottobre 1999. Il tribunale ritiene fondata la dedotta violazione degli articoli 102 e 104 del Testo

Unico da parte delle norme regolamentari²⁰ che istituiscono la cosiddetta prima comunicazione, in quanto “riconnettono le limitazioni di cui all’art.104 ad atti privi delle informazioni necessarie” ad una valutazione consapevole dell’offerta.

Il giorno successivo le Generali e la Consob ricorrono al Consiglio di Stato²¹, che conferma l’ordinanza del Tar²², sospendendo però, questa volta, il solo articolo 35, comma 1, lettera c). Questo viene considerato illegittimo nella parte in cui definisce il periodo d’offerta come quello che inizia a decorrere dalla prima comunicazione. Al contrario si è esclusa la natura lesiva dell’articolo 37, comma 1 (che impone di comunicare tempestivamente l’intenzione di lanciare un’offerta), operando così una distinzione tra l’annuncio dell’intenzione, che deve essere compiuto “senza indugio”, e la consegna dell’offerta completa, da cui deve scattare la *passivity rule*.²³

²⁰ Le norme regolamentari considerate sono gli articoli 35, comma 1, lettera c) e 37, comma 1.

²¹ L’ordinanza emessa dal Consiglio di Stato è la n. 1924 del 29 ottobre 1999.

²² Per completezza si specifica che nonostante i giudici amministrativi abbiano legittimato l’Ina a compiere manovre difensive, queste non sono state poi in concreto poste in essere in quanto le due compagnie di assicurazione hanno raggiunto un accordo, preceduto dall’intesa conclusa tra Generali e San Paolo Imi.

²³ Per un commento critico alle due sentenze dei giudici amministrativi vedi FERRARINI, *La corporate governance nelle opa ostili: a chi la difesa della società bersaglio?*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2000, p.245. Al contrario per un commento favorevole vedi CHIAPPETTA e RISTUCCIA, *Ma quando inizia il gioco dell’opa?*, in *Giur. Comm.*, 2000, p.21.

DELIBERA N.12745 DEL 6 APRILE 2000

Le pronunce del Tar e del Consiglio di Stato, pur se limitate nella loro efficacia al singolo caso preso in considerazione, hanno costituito la spinta alle modifiche al regolamento n. 11971/99. La Consob ha preferito questa strada al fine di evitare il ripetersi di contestazioni giurisdizionali. Con l'intento di dare certezza agli operatori del settore, ha posto fine alle polemiche²⁴ intorno al tema della *passivity rule*, che gli avvenimenti dei mesi precedenti avevano sollevato. Peraltro, una revisione del regolamento era auspicabile a causa della sua formulazione non conforme al Testo Unico²⁵.

Tale procedimento è composto da due fasi. La prima decorre dalla consegna alla Consob del documento d'offerta sino alla pubblicazione del medesimo, che può avvenire trascorso il termine istruttorio di 15 giorni. Durante tale periodo l'autorità di vigilanza ha facoltà di richiedere integrazioni. La seconda fase inizia con la pubblicazione del documento d'offerta. In base alla legge la prima fase si svolge all'oscuro del mercato e dell'emittente in un rapporto esclusivo tra offerente e Consob,

²⁴ Il fatto che alcuni tra i maggiori specialisti della materia abbiano espresso la loro opinione in tema di offerte pubbliche sulla stampa quotidiana, proprio nei mesi in cui si sono svolti gli avvenimenti relativi all'opa lanciata da Generali su Ina, è la prova del grande interesse che la questione ha suscitato non solo negli operatori del settore, ma anche nell'opinione pubblica.

Vedi: Ferro-Luzzi, *I danni e i dubbi su Ina-Generali*, in; Talamona, *Opa: Legge Draghi, regole Consob e dubbi del mercato*, in *Corriere della sera*, 24 ottobre 1999; Carbonetti, *Poteri estesi ma sottratti a controlli*; Bianchi, *Norme Opa, impegno creativo*, in *Il Sole 24 ore*, 27 ottobre 1999; Cerulli-Irelli, *Tutti i dubbi sul regolamento Consob*, in *Il Sole 24 ore*, 29 ottobre 1999; Caprio, *I doveri verso tutti gli azionisti*, in *Il Sole 24 ore*, 31 ottobre 1999; Ristuccia, *Le decisioni del Consiglio di Stato favoriscono anche Trieste*, in *Il Sole 24 ore*, 3 novembre 1999; Cammarano, *Non si deve sterilizzare il ruolo Consob sull'Opa*, in *Il Sole 24 ore*, 9 novembre 1999.

²⁵ Sulla inidoneità delle norme regolamentari vedi AGOSTONI, *Osservazioni in tema di passivity rule*, in *Le Società*, 2000, III, p.288. Di contrario avviso LENER, op. cit.

ma il vecchio articolo 37 del regolamento era intervenuto eliminando tale segretezza. Detto articolo dispone infatti che sia la comunicazione dell'intenzione di lanciare un'opa, sia la notizia dell'inoltro del documento d'offerta devono essere diramate anche al mercato ed alla società bersaglio. E ancora, il Testo Unico non pone alcuna distinzione tra il momento in cui viene effettuata la comunicazione e quello in cui gli offerenti devono presentare il documento d'offerta. A norma dell'articolo 102 del Testo Unico deve avvenire tutto allo stesso tempo, mentre l'articolo 37 del regolamento divideva i due momenti. Così facendo la Commissione, per ragioni di coerenza sistematica²⁶, aveva dovuto decretare l'insorgere della regola di passività a partire dalla prima comunicazione. Ma l'introduzione di questo diverso documento rispetto al documento d'offerta non rientra nel potere regolamentare della Consob²⁷, che non si estende fino al punto di modificare il procedimento d'offerta nella parte direttamente disciplinata dal Testo Unico²⁸, investendo diritti soggettivi fondamentali, di cui la società non può essere privata se non nei modi e tempi previsti dalla legislazione primaria. La prima comunicazione, inoltre, contiene solo una sintetica descrizione degli elementi dell'offerta e non permette all'emittente di giungere ad un fondato giudizio sull'offerta, fornendo così un ulteriore argomento avverso alla legittimità dell'applicazione dell'articolo 104 fin da quel primo adempimento. A ciò si aggiunga che la durata del periodo intercorrente tra la comunicazione e la consegna del documento d'offerta non era in alcun modo predeterminata dalla normativa. Pertanto sollevava molti dubbi il sistema delineato dalla Consob che faceva derivare un divieto così gravoso, che oltretutto rimaneva in vigore per un periodo che poteva essere stabilito a

²⁶ RICCI, cit.

²⁷ La Consob gode di un'ampia potestà regolamentare attribuitale soprattutto dall'articolo 103, comma 4 del Testo Unico, ma ai sensi dell'articolo 4 delle cosiddette preleggi i regolamenti non possono contenere norme contrarie alle disposizioni di legge.

²⁸ Questo argomento è sostenuto anche nell'ordinanza del Tar del Lazio, di cui sopra.

discrezione dell'offerente, solamente dalla diffusione di una comunicazione che si presenta per sua natura sintetica e lacunosa. Si consideri, a titolo di esempio, che nel caso dell'opas promossa da Olivetti, la comunicazione era stata inviata il 20 febbraio 1999 e il documento d'offerta fu consegnato il 9 aprile 1999, mentre nel caso Generali-Ina la comunicazione fu trasmessa il 14 settembre 1999 e il documento d'offerta il 2 novembre successivo²⁹.

Come era prevedibile, la delibera n. 12745/00 aderisce ad una interpretazione letterale dell'articolo 102 del Testo Unico.

La nuova versione dell'articolo 37, comma 1, del regolamento 11971/99 impone che alla comunicazione alla Consob prevista dall'articolo 102, comma 1, del Testo Unico, siano "allegati" il documento d'offerta e la scheda di adesione. Il verbo utilizzato è lo stesso presente nella legge. Non è ripetuto, però, lo stesso tempo, il gerundio "allegando". Il tempo verbale ora adottato non lascia spazio ad equivoci, indicando chiaramente la contestualità. Si è dunque soppresso l'obbligo specifico della prima comunicazione dell'intenzione di procedere all'offerta pubblica, fermi restando, per le società quotate, i normali obblighi di informazione riguardanti quei fatti che se resi pubblici sono idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari.

Stando alla nuova disposizione, la procedura di opa ha inizio con la comunicazione alla Consob corredata dal documento d'offerta. Il momento rilevante ai fini della decorrenza della regola di passività diviene quello della presentazione alla Consob del suddetto documento, il che concede alla società bersaglio un tempo più lungo per organizzare la propria difesa. Ma se è vero che la soluzione accolta dalla delibera n. 12745/00 tutela il legittimo interesse

²⁹ Nella prima comunicazione delle Generali era indicato nientemeno che il mese di gennaio 2000 come termine per l'inizio dell'offerta. Tale termine era stato accettato dalla Consob, ma l'offerente decise di abbreviare il più possibile i tempi a seguito della sentenza del Tar del Lazio che concedeva all'Ina di porre in essere manovre difensive fino a quando non fosse stata presentato il documento d'offerta.

della società bersaglio ad operare nell'interesse proprio e dei propri azionisti senza essere assoggettata a vincoli pesanti e soprattutto di lunga durata, è altrettanto vero che la stessa soluzione riduce la protezione degli altri due obiettivi che dovrebbero essere presi in considerazione nel legiferare in materia di opa ostili: la trasparenza e la contendibilità. Infatti, il venir meno dell'obbligo della immediata comunicazione al mercato provoca, per un lungo periodo, una pericolosa asimmetria informativa a favore dei molti soggetti che lavorano al progetto di offerta (ad es. *advisor*, dirigenti degli uffici finanziari e legali, ecc.). Dopo che la società ha maturato la decisione di procedere all'offerta può occorrere molto tempo per preparare il documento d'offerta che deve contenere una serie di informazioni complesse, la cui elaborazione richiede giorni di lavoro. Si pensi ad esempio ai criteri seguiti per la determinazione del criterio unitario offerto, ai programmi futuri dell'acquirente o all'andamento recente dell'offerente e dell'emittente. Tutto questo aumenta il rischio di fenomeni di insider trading, spesso presenti in caso di scalate. Inoltre la soluzione adottata, ostacola la contendibilità del controllo della società che è necessaria per la concorrenza e rappresenta uno stimolo alla massimizzazione del valore dell'investimento azionario. Per questo non dovrebbero sussistere norme che ostacolino i soggetti offerenti, che non siano quelle necessarie per assicurare correttezza di comportamenti, trasparenza e tutela dei risparmiatori.

Come nella precedente versione del regolamento, l'offerente continua ad essere sottoposto ad una serie di obblighi informativi diversificati e contestuali nei confronti della Consob, da un lato, del pubblico e dell'emittente dall'altro. Tuttavia, tali obblighi informativi, dal punto di vista temporale, sono divenuti più chiari (non ci sono più incertezze sul fatto che l'offerta deve considerarsi completa, anche ai fini della decorrenza della regola di passività, solamente dall'invio alla Consob del documento d'offerta, in allegato alla comunicazione), e, dal punto di vista contenutistico, sono stati meglio definiti, con l'intento di fornire al mercato tutti gli elementi dell'offerta necessari per una informazione il più possibile completa.

Iniziamo dal profilo temporale. Il comma 1 dell'articolo 37, come si è già detto, prescrive che l'offerente deve allegare contestualmente alla comunicazione il documento d'offerta e la scheda di adesione.

Quindi colui che intende lanciare un'opa si trova di fronte due possibilità. Può deliberare formalmente di promuovere un'offerta pubblica senza ancora aver predisposto il documento d'offerta, ma in tal modo, in caso di indiscrezioni, dovrebbe informarne il pubblico, ai sensi dell'articolo 114 del Testo Unico (comunicazioni al pubblico di fatti *price sensitive*), sempre che l'offerente sia una società quotata. In questa ipotesi la società bersaglio avrebbe tutto il tempo per organizzare la sua difesa, fino al momento della consegna alla Consob del documento d'offerta che fa scattare la *passivity rule*. Altrimenti, l'offerente può annunciare l'operazione al momento della consegna alla Consob del documento d'offerta, il che presuppone che tutti gli elementi dell'operazione siano già definiti nel momento stesso in cui si delibera formalmente di procedere all'offerta. L'offerente, pertanto, avrà interesse ad abbreviare il più possibile il periodo di tempo che intercorre tra la decisione interna di promuovere l'offerta e l'invio del documento d'offerta, al fine di ridurre rischio di indiscrezioni che inducano la società bersaglio ad adottare manovre difensive.

Risulta, però, incerto l'esatto momento in cui l'offerente è tenuto ad informare il mercato.

Sarebbe stato forse opportuno, al fine di evitare comportamenti arbitrari, ancorare l'obbligo di comunicazione al mercato alla decisione formale del consiglio di amministrazione degli offerenti, sempre, però, addossando a loro l'obbligo di un'immediata comunicazione (anche a prescindere dalla decisione del consiglio), qualora si fosse verificata una fuga di notizie³⁰.

Alcune modifiche sono state apportate anche all'articolo 35 rubricato "Definizioni".

³⁰ Cfr. Circolare Assonime n. 13 del 1999.

E' stata soppressa la definizione di "periodo d'offerta" che aveva creato tanti problemi. Infatti, esso era definito come il periodo che iniziava dalla data della "prima comunicazione", e il termine "prima" era stato utilizzato come argomento a favore della tesi della distanza temporale tra la "prima" comunicazione dell'intenzione di procedere all'offerta, e la consegna del documento d'offerta. L'articolo 41 conteneva la suddetta definizione al fine di specificare quale fosse il periodo in cui i soggetti interessati dovessero essere sottoposti agli obblighi di trasparenza. Nella nuova versione il "periodo d'offerta" non compare più, ed ha lasciato il posto ad un periodo che inizia a decorrere dalla data della "comunicazione prevista dall'articolo 102 , comma 1", che di certo non da spazio ad equivoci.

La locuzione "periodo d'offerta" è ancora presente nel comma 2 dell'articolo 42, che però evidentemente si riferisce al periodo definito con le prime parole dell'articolo 41.

L'articolo 35 non contiene più nemmeno la definizione di "durata dell'offerta", in quanto la Commissione ha ritenuto che si potesse fare utilmente riferimento all'espressione "periodo di adesione", che ha lo stesso significato ed era già utilizzato dal regolamento n. 11971/99 nel titolo relativo alla sollecitazione all'investimento³¹.

Passiamo ora ad analizzare il profilo contenutistico degli obblighi informativi che l'offerente deve rispettare.

Il comma 2 dell'articolo 37 prevede che dell'intervenuta comunicazione è data senza indugio notizia al mercato e contestualmente all'emittente, mediante un comunicato, che deve indicare, oltre ai dati già dovuti secondo la delibera 11971/99 (ossia gli elementi essenziali dell'offerta, le finalità dell'operazione ed i nominativi degli eventuali consulenti), anche altre informazioni quali le garanzie che accedono all'operazione, le eventuali modalità di finanziamento previste, le eventuali condizioni dell'offerta e le partecipazioni detenute o acquistabili

³¹ Titolo I, parte II del regolamento n. 11971/99.

dall'offerente o da soggetti che agiscono di concerto con lui ai sensi dell'articolo 109 del Testo Unico.

La seconda parte del comma 1 dell'articolo 37, coerentemente con tale impostazione, stabilisce che la comunicazione alla Consob deve indicare che:

- sono state già presentate alle autorità competenti le richieste di eventuali autorizzazioni previste dalla normativa di settore per l'acquisto di partecipazioni al capitale di banche o di intermediari autorizzati alla prestazione di servizi d'investimento;

- è stata fissata la data, certa, di convocazione dell'assemblea necessaria, in caso di opas o di ops, per l'emissione di strumenti finanziari da offrire in corrispettivo.

Di conseguenza, si consente che il documento d'offerta venga pubblicato anche se le autorizzazioni e la delibera assembleare saranno materialmente disponibili in un momento successivo, purchè i relativi procedimenti siano stati precedentemente avviati dall'offerente. Il periodo di adesione non può avere, comunque, inizio se non sono state rilasciate le autorizzazioni e se non è stata assunta la delibera di emissione degli strumenti finanziari offerti in scambio (articolo 40, comma 3, lettere b e c).

Queste nuove previsioni, relative alle modalità per lo svolgimento dell'offerta, perseguono la finalità di accelerare i tempi della procedura d'offerta, consentendo di rinviare fino alle soglie del periodo d'adesione alcuni adempimenti, quali il conseguimento delle autorizzazioni e l'aumento di capitale, che nella precedente disciplina erano necessariamente preliminari all'inoltro alla Consob del documento d'offerta. A titolo esemplificativo si può ricordare che le Generali presentarono il 22 novembre 1999 una bozza del documento d'offerta che fu necessario definire "non ancora ufficiale" e "presentato solo al fine di agevolare il lavoro istruttorio della Consob"³², in quanto mancavano le autorizzazioni di Isvap e Banca d'Italia, e non era ancora stato approvato l'aumento di capitale a favore degli

³² Comunicato stampa di Generali del 22 ottobre 1999.

azionisti Ina. Questi obblighi dell'offerente sono stati differiti nel tempo allo scopo di ridurre al massimo, in vista di possibili fenomeni di *insider trading*, il tempo intercorrente tra la decisione di procedere all'offerta e la comunicazione, tempo che si è già considerevolmente esteso a causa della nuova disciplina, in base alla quale la predisposizione del documento d'offerta deve oramai avvenire preliminarmente alla comunicazione. Il regolatore, comunque, allo stesso tempo, non ha rinunciato alle esigenze di tutela degli aderenti all'offerta., imponendo che gli adempimenti siano soddisfatti prima dell'inizio del periodo d'adesione.

Sempre in tema di obblighi a carico dell'offerente la Commissione ha emanato una Comunicazione³³ riguardante la prestazione delle garanzie bancarie per il pagamento del corrispettivo. La comunicazione ripropone per questo altro adempimento, lo schema che il regolamento ha posto in essere per l'aumento di capitale e il rilascio delle autorizzazioni, anche qui allo scopo di accelerare i tempi della procedura di offerta.

In particolare, è stato stabilito che la prestazione delle garanzie potrà essere formalizzata anche dopo la pubblicazione del documento d'offerta, purché ciò avvenga prima dell'inizio del periodo di adesione. Più in dettaglio, la prestazione della garanzia potrà avvenire secondo la seguente procedura: a) inoltro alla Consob, contestualmente alla comunicazione prevista dall'art. 102 del T.U., di una dichiarazione di impegno del soggetto incaricato relativa all'organizzazione della prestazione della garanzia; b) indicazione analitica nel documento d'offerta dei contenuti e delle modalità di prestazione di tale garanzia; c) trasmissione alla Consob, prima dell'inizio del periodo di adesione, della documentazione inerente alla formalizzazione delle garanzie come indicate nel documento d'offerta.

Anche l'articolo 42 ha subito una integrazione finalizzata a restringere i tempi di svolgimento dell'operazione. E' stato

³³ Comunicazione n. DIS/33766 del 5-5-2000

incluso, tra le norme di correttezza, l'obbligo a carico dei soggetti interessati di compiere tempestivamente le attività e gli adempimenti connessi allo svolgimento dell'offerta. E' stato in questo modo recepito nel regolamento un principio che la Consob aveva già espresso in provvedimenti precedenti, sempre in materia di opa, in cui aveva esortato l'offerente ad adottare ogni comportamento possibile per abbreviare sia il tempo intercorrente tra la prima comunicazione e l'inizio dell'offerta, sia la durata complessiva del periodo d'offerta .

E' interessante notare che il nuovo articolo 37 non contiene più la previsione che imponeva all'offerente di comunicare la sua intenzione di procedere ad un'opa "fuori dall'orario di negoziazione", ossia a mercati chiusi. Ora è sufficiente che il comunicato relativo all'intervenuta comunicazione sia trasmesso alla Consob ed alla società di gestione del mercato 15 minuti prima della sua diffusione. E' dunque stato abolito quel concetto di "mercati chiusi" che nella pratica sta perdendo significato. E' sempre più difficile circoscrivere l'attività dei mercati finanziari sia dal punto di vista dello spazio che del tempo. Molti titoli, infatti, sono quotati contemporaneamente in più mercati nelle diverse parti del mondo, così quando un titolo a causa dell'orario non è più scambiato in un mercato, può esserlo in un'altra località. Inoltre gli orari di contrattazione delle Borse diventano sempre più lunghi. La Consob ha approvato le modifiche al regolamento di Borsa Italiana, che consentono di mantenere aperte le contrattazioni dopo la chiusura dell'orario ufficiale e sino alle 22 in un segmento del mercato regolamentato. Se si aspettasse tanto per diramare un comunicato non sarebbero più soddisfatte le esigenze stesse per la cui tutela l'obbligo di informazione sussiste.

La delibera n. 12745/00 ha poi semplificato gli schemi di documento d'offerta allegati al regolamento e relativi alle diverse categorie di titoli che possono costituire oggetto d'offerta, nonché i due schemi contenenti le informazioni integrative da fornire nel caso di opas e ops. Tra le innovazioni si evidenzia

quella riguardante l'indicazione degli elementi essenziali dell'offerta sul frontespizio del documento.

Sul piano delle prospettive, ritengo a tal punto opportuna una riflessione sulla XIII direttiva comunitaria in materia di opa, la cui adozione, attesa da un decennio, appare ormai prossima, dal momento che è stata adottata dal Consiglio dell'UE la "posizione comune", fallita per lungo tempo a causa del disaccordo tra Spagna e Gran Bretagna sull'applicazione della direttiva nel territorio di Gibilterra.

Quanto alla disciplina del "procedimento di offerta pubblica" la soluzione fornita dalla delibera n. 12745/00 riguardo alla fase iniziale della procedura non appare invero conforme al progetto di direttiva. Quest'ultimo sembra essere molto più vicino alla precedente formulazione del regolamento, soprattutto là dove configura una pubblicazione dell'offerta composta da due fasi. La prima, disciplinata dall'articolo 6, paragrafo 1, pone l'obbligo di rendere immediatamente³⁴ pubblica la sola decisione di promuovere un'offerta. La seconda, di cui all'art.6 paragrafo 2, impone all'offerente di redigere e rendere pubblico, in tempo utile, un documento di offerta. I due adempimenti possono essere contestuali o separati, ma il dato rilevante è che il documento d'offerta, al contrario di ciò che è stato previsto con la delibera n.12475/00, non è necessario allo scopo di considerare soddisfatto, ai fini della legge, il primo obbligo (vale a dire, la comunicazione della sola decisione di procedere all'offerta). Ed è proprio da tale comunicazione, stando all'articolo 9 dell'emananda direttiva, che deve iniziare a decorrere, al più tardi, la regola di passività³⁵.

³⁴ Tra i considerando della proposta di direttiva, si legge che "per limitare le possibilità di abuso di informazioni privilegiate, gli offerenti dovrebbero essere obbligati ad annunciare il più tempestivamente possibile la decisione di promuovere un'offerta e ad informarne l'autorità di vigilanza."

³⁵ Ai fini di una migliore comprensione è opportuno riportare testualmente una parte dei due articoli citati.

Articolo 9. "Obblighi degli amministratori della società emittente.

Un ulteriore argomento, infine, rafforza l'interpretazione secondo la quale la proposta di direttiva distingue tra la comunicazione riguardante la decisione di lanciare un'opa e la pubblicazione del documento d'offerta. La lettera e) dell'articolo 3 della direttiva sancisce che un offerente annuncia un'offerta solo dopo aver assicurato di poter far fronte pienamente ad ogni impegno in materia di corrispettivo. Il menzionato annuncio dell'offerta deve essere inteso come la pubblicazione dell'offerta stessa, e ciò non può avvenire se non dopo aver predisposto le modalità di finanziamento, al contrario, sembra dedursi, del diverso adempimento consistente nella pubblicazione della sola decisione che può verificarsi anche in mancanza della suddetta garanzia.

E' in dubbio inoltre se la direttiva europea richieda modifiche indispensabili a livello di normativa primaria, oppure se esse possono essere apportate efficacemente in via regolamentare attraverso i poteri riconosciuti dall'ordinamento alla Consob³⁶. La formulazione dell'articolo 2 del Testo Unico, secondo cui la Consob esercita i propri poteri "in armonia con le disposizioni comunitarie", e la scelta del legislatore tendente ad un'ampia delegificazione delle materie contenute nel Testo Unico stesso, attribuiscono alla Commissione un potere di intervento normativo (pur sempre nel rispetto delle disposizioni di fonte primaria) tale da poter essere ritenuto, in questo caso, sufficiente per l'applicazione della disciplina comunitaria.

1. Gli Stati membri provvedono a che vengano norme intese ad assicurare che:

al più tardi dopo aver ricevuto le informazioni di cui all'articolo 6, paragrafo 1, prima frase, relative all'offerta e fino a che il risultato dell'offerta non sia stato reso pubblico ovvero l'offerta stessa decada, l'organo di amministrazione della società emittente si astenga da qualsiasi atto od operazione, diverso dalla ricerca di offerte alternative, che possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta..."

Articolo 6. " Informazioni.

1. Gli Stati membri provvedono a che viga l'obbligo di rendere immediatamente pubblica la decisione di promuovere un'offerta e di informare dell'offerta l'autorità di vigilanza. ..."

³⁶ Questa seconda risulta essere la posizione espressa dal Ministero del Tesoro alla Consob.

