

Luiss

Libera Università
Internazionale
degli Studi Sociali

Guido Carli

CERADI

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

L'Opa di Tecnost su Telecom

Fabio Di Fonzo

dicembre 2002

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

SOMMARIO

PREMESSA.....	3
1) LO SVOLGIMENTO DELL'OPA.....	5
2) LE PRINCIPALI PROBLEMATICHE GIURIDICHE.....	18
PREMESSA	18
2.1) PROCEDURA D'INFORMAZIONE E DECORSO DELLA <i>PASSIVITY RULE</i>..	19
2.2) CONTENUTO DELLA <i>PASSIVITY RULE</i>	27
2.3) CONDIZIONI DI EFFICACIA DELL'OFFERTA	29
2.4) STRUMENTI FINANZIARI OFFERTI COME CORRISPETTIVO DELL'OFFERTA E OBBLIGO DI OPA "A CASCATA"	31
2.5) OBBLIGHI DI TRASPARENZA E DI CORRETTEZZA E POTERI INTERDITTIVI E SANZIONATORI DELLA CONSOB	34
2.6) IL <i>LEVERAGED BUY-OUT</i>.....	37

PREMESSA

Pochi mesi dopo l'emanazione del recente Testo Unico della Finanza (c. d. "decreto Draghi") e del relativo regolamento di attuazione, la nuova disciplina dettata in materia di offerte pubbliche d'acquisto dai due testi normativi ha dovuto affrontare quello che il presidente della Consob ha definito "un *test* di imprevista portata"¹ in occasione dell'opa lanciata da Olivetti, attraverso la controllata Tecnost, su Telecom.

La scalata in questione è senz'altro ad oggi la più importante mai avvenuta sul mercato italiano, non solo con riguardo al valore dei titoli che ne costituivano oggetto, ma anche dal momento che ha realizzato un obiettivo prima considerato impossibile, cioè l'acquisizione ostile dell'ex monopolista telefonico italiano, un'impresa dalla capitalizzazione ritenuta fuori portata per qualsiasi scalatore; non a caso l'operazione viene correntemente indicata come "la madre di tutte le opa". Inoltre, la vicenda ha assunto una forte rilevanza politica per via della diretta incidenza su interessi statali legati alle privatizzazioni, ragion per cui il Governo ne ha costantemente seguito lo svolgimento con attenzione, quando non con ingerenza forse eccessiva.

In aggiunta a tali non indifferenti aspetti *lato sensu* socio-economici e politici, l'opa Telecom ha il merito di aver prospettato una serie di problematiche giuridiche che, come già anticipato, hanno costituito il primo serio banco di prova per la nuova normativa in materia di offerte pubbliche d'acquisto.

Infatti, nel corso della vicenda si sono presentate diverse questioni di non facile soluzione, sulle quali la Consob si è pronunciata coerentemente con i principi cui è ispirato il proprio regolamento, colmando le lacune della disciplina delle opa e delineandone, di conseguenza, un assetto in grado di indicare in maniera più completa ai soggetti coinvolti sia la procedura da seguire, sia l'ambito dei vari obblighi.

Talune delle soluzioni elaborate per le varie problematiche giuridiche sorte, peraltro, hanno generato, successivamente, importanti conseguenze di natura normativa. Infatti, su alcuni punti del quadro complessivo della regolamentazione risultante in seguito all'opera interpretativa ed integrativa della commissione si è aperto un dibattito che ha coinvolto dapprima la

¹ SPAVENTA, *La disciplina dell'Opa in Italia: i risultati di un test*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 1999, p. 245.

dottrina, non sempre convinta della validità delle scelte della Consob, e, sulla delicata questione della c.d. *passivity rule*, anche la giurisprudenza amministrativa; proprio l'intervento di quest'ultima, in occasione della successiva opa lanciata da Generali su Ina, ha comportato l'opportunità, per l'organo di vigilanza, di rivedere le parti del proprio regolamento oggetto di censura.

Il presente lavoro è finalizzato ad evidenziare gli aspetti giuridici più significativi, nonché quelli economici ad essi strettamente correlati, emersi nel corso dell'opa in esame, ed a seguire lo sviluppo che taluni di essi hanno avuto successivamente, al fine di dar conto dei punti fermi cui gli operatori del settore sono finora giunti.

Punto di partenza per tale operazione è, naturalmente, una breve cronaca dello svolgimento dell'offerta, che consenta di seguirne la dinamica e scandirne le varie tappe. Dopo tale ricostruzione, saranno enucleati ed analizzati uno per uno gli elementi più significativi.

LO SVOLGIMENTO DELL'OPA

L'atto con cui ha ufficialmente inizio l'offerta pubblica d'acquisto su Telecom è la comunicazione inviata dall'Olivetti alla Consob, al mercato e alla società bersaglio in data 20 febbraio 1999, in cui viene resa nota l'intenzione di procedere all'opa, conformemente a quanto previsto dalla normativa secondaria emanata dalla stessa autorità di vigilanza.

La fase immediatamente precedente la comunicazione, però, non è caratterizzata né da riservatezza né da trasparenza da parte dell'Olivetti circa le proprie reali intenzioni. Infatti, gli organi di stampa riferiscono di una frenetica attività in borsa sui titoli Telecom e addirittura anticipano le linee generali dell'opa, subordinata alla dismissione di Infostrada ed Omnitel a favore di Mannesmann; d'altra parte, la stessa società di Ivrea, invitata il 18 febbraio dalla Consob ad offrire chiarimenti in merito, risponde in maniera ambigua, per poi annunciare, soltanto il giorno dopo, la convocazione del consiglio di amministrazione per decidere se lanciare l'opa e, a distanza di un altro giorno, inviare la suddetta comunicazione. La commissione di vigilanza avvia indagini circa eventuali ipotesi di *insider trading* una settimana più tardi la vicenda passa all'autorità giudiziaria, che tuttavia non vi darà ulteriore seguito.

Peraltro, già in tale fase vari esponenti politici manifestano un forte interessamento alla vicenda, esprimendo commenti. Il *premier* D'Alema dichiara: "Apprezzo il coraggio di un gruppo di imprenditori che vogliono acquistare Telecom, mentre prima si era dovuti andare a chiedere per piacere che qualcuno comprasse lo 0,6% di quello che poi si è rivelato un gioiello"² (il caustico riferimento è chiaramente indirizzato all'Ifil, ma di sicuro investe anche gli altri componenti del nucleo stabile). Il segretario dei Ds, Veltroni, mostra più cautela, mentre il ministro dell'Industria, Bersani, viene indicato come uno dei maggiori sostenitori della scalata; i sindacati rimangono in attesa di sviluppi o esprimono perplessità.

Del resto, la riuscita dell'opa consentirebbe la formazione di un azionariato di controllo più ampio dell'attuale, come auspicato da Ciampi ("Nel 1997 ci siamo dati carico di formare un nucleo stabile che garantisca la gestione

² V. D'Alema: "Apprezzo il coraggio di Colaninno", ne *Il Sole-24 ore* del 20 febbraio 1999.

della società. Adesso tocca a loro decidere se vogliono rafforzarsi oppure no. Noi dobbiamo stabilire qual è il modo più conveniente di vendere”)³ e dallo stesso D’Alema (“C’è sicuramente il problema di dare più forza al nucleo di azionisti di controllo. Non possiamo stabilirlo noi per decreto. Occorre rispettare i patti iniziali che non prevedevano che il Governo potesse decidere un allargamento”)⁴. Inoltre, l’avvento di un nuovo soggetto consentirebbe al Tesoro di vendere la propria quota al prezzo di mercato, senza un eventuale sconto per invogliare all’acquisto gli azionisti del nucleo stabile.

Tutto ciò avviene nonostante la normativa sulle offerte pubbliche d’acquisto consideri la comunicazione il primo ed unico mezzo per la diffusione delle relative notizie.

Alquanto articolata risulta la struttura degli offerenti: l’opa è promossa dall’Olivetti attraverso una società controllata di cui detiene l’87%, la Tecnost: quest’ultima, finora una piccola società operante nell’ambito dei servizi informatici, diviene all’improvviso il soggetto destinato ad acquisire il controllo della Telecom. A sua volta, l’Olivetti è controllata dalla finanziaria lussemburghese Bell (che ha incrementato la propria partecipazione dal 10 al 15%), mentre gli altri soci sono Schroeders Investment Management (4,8%), Deutsche Borse (3, 27%) e Mannesmann (2,16%). Gli azionisti della Bell, invece, sono la Fingruppo (39,1%), la Gpp (di Gnutti) con il 14,23%, Antonveneta (10%), Interbanca (5,5%), Chase (5,9%), Unipol (5,8%), la Finstahl del gruppo Falck e la Fgf di Gazzoni Frascara con l’1,71%; Bell è retta da un patto di sindacato che vincola gli azionisti per tre anni a non cedere i titoli e prevede clausole difensive in caso di Opa ostile su Olivetti.

Per risalire agli effettivi promotori dell’offerta bisogna, quindi, esaminare la struttura di Fingruppo, su cui la stampa si è espressa in maniera esauriente: “Una holding decisamente innovativa nel panorama imprenditoriale italiano. Una sorta di maxi-fondo chiuso creato da imprenditori di casa nostra estranei ai tradizionali santuari della finanza italiana, quasi sconosciuti per la stampa ma protagonisti del boom delle pmi nel ricco quadrilatero Brescia, Mantova, Ravenna e Padova, che hanno deciso di staccare un assegno e lanciarsi nell’avventura Olivetti, diventata oggi la telenovela Telecom. Tra loro ci sono la famiglia Lonati (12%), (...) Gnutti (7,8%), Luciano Marinelli (7,4%),

³ V. *Telecom, la parola ai soci stabili*, ne *Il Sole-24 ore* del 12 febbraio 1999.

⁴ V. *D’Alema vuole una Telecom più forte*, ne *Il Sole-24 ore* del 28 gennaio 1999.

la famiglia Bossini (7%), la Finber dei Bertoli (5,7%), la Pulitori e Affini di Enrico e Ettore Consoli (5,6%), gli Annovazzi (5,2%), la famiglia di Piermaria Pacchioni (4%) e i nuovi ingressi Finsthal, Unipol e Gazzoni Frascara. Questa holding, che ha 300 miliardi di mezzi propri, ha comprato di recente anche lo 0,46% della Snia. Il singolo azionista più forte è però lo stesso Roberto Colaninno, che – come aveva promesso all'inizio dell'avventura Olivetti - ha investito tutti i suoi risparmi nel rilancio di Ivrea comprando personalmente il 15,7% circa di Fingruppo. Il percorso per arrivare in cima alla catena societaria della possibile nuova compagine di controllo di Telecom è, come visto, lunga e riecheggia le vecchie architetture di scatole cinesi cui Piazza Affari è stata abituata da tempo dai più tradizionali protagonisti del mercato. La leva finanziaria generata da questo tipo di filiere, pur non amata da risparmiatori e analisti, è uno strumento non solo ovviamente lecito, ma anche ampiamente praticato sulla nostra Borsa da chi vuole blindare senza troppi mezzi finanziari le partecipazioni attraverso un lungo rosario di holding. E, facendo della fantafinanza, a calcolare quanto controllerebbe oggi Colaninno di Telecom attraverso la sua partecipazione personale in Fingruppo se Tecnost conquistasse il 100% di Telecom si potrebbe avere qualche sorpresa: al manager mantovano farebbe infatti capo indirettamente attraverso tutte le holding circa lo 0,5% dell'ex-monopolio pubblico. In fondo non molto meno di quanto fino a poco fa bastava per nominare l'amministratore delegato del colosso italiano delle tlc".⁵

Per contro, Telecom privatizzata nell'ottobre 1997, è partecipata dal Tesoro per il 3,4% e dalla Banca d'Italia per il 2,3%. Il gruppo di controllo è costituito da un nucleo stabile di azionisti (che detengono complessivamente circa il 7% del capitale e aderiscono a un patto di sindacato che li vincola a non cedere le proprie azioni per tre anni), espressione del quale sono l'amministratore delegato, Bernabè, e il presidente, Libonati; più in dettaglio il nucleo è costituito da Ifil (0,6%), Ina (0,91%), Generali (1,1%), Unicredito Italiano (0,7%), Alleanza Assicurazioni (0,58%), Crédit Suisse (0,79%), Comit (0,62%), San Paolo-Imi (0,75%), Compagnia di SanPaolo (0,6%) Montepaschi (0,51%), Rolo Banca (0,3%). Il resto dell'azionariato è costituito in prevalenza da una serie di investitori istituzionali, in particolare fondi, alcuni dei quali detengono quote pari o addirittura superiori a quelle dei componenti del nucleo

⁵ Le notizie sulle società coinvolte nell'acquisizione e sui relativi azionisti, nonché l'espressione riportata, sono tratte dall'articolo *Da Fingruppo a Bell, l'identikit degli scalatori*, ne *Il Sole 24 Ore* del 21 febbraio 1999.

stabile: basti pensare a State Street Bank (1,85%), Merrill Lynch Equity Derivatives (1,04%), Bankers Trust Co. (0,99%), Imi Sigeco SIM (0,98%), Finanza & Futuro Fondi Sgr (0,78%), San Paolo Fondi Spa (0,76%).

Le condizioni economiche dell'offerta non mancano di suscitare qualche perplessità da parte degli analisti e dei gestori di fondi comuni. Il corrispettivo, di 10 euro per azione, appare un po' troppo contenuto rispetto ai 12-15 euro indicati come prezzo equo, incorporando un premio del 10% soltanto rispetto all'ultima chiusura del titolo; ma soprattutto non convince per via della sua composizione, essendo costituito da denaro liquido solo per 6 euro, mentre la restante parte è coperta da obbligazioni (2,6 euro) ed azioni (1,4 euro), entrambe emesse dalla Tecnost. In particolare, la possibilità di negoziare tali obbligazioni sul mercato dipende dal *rating* che verrà loro attribuito: secondo molti, è fondato il rischio che vengano giudicate obbligazioni "spazzatura", mentre secondo le previsioni di Standard & Poor's dovrebbero ricevere un *rating* abbastanza alto, orientativamente BBB+.

La circostanza che parte del corrispettivo sia costituita da titoli induce a qualificare l'operazione più esattamente come *opas*, ossia offerta pubblica di acquisto e scambio: tuttavia, per maggiore semplicità, si continuerà ad indicarla qui di seguito come "opa".

Del resto, una siffatta forma di corrispettivo è diretta conseguenza del ricorso ad un modello riconducibile al c.d. *leveraged buy-out*, una modalità di acquisizione societaria di derivazione statunitense caratterizzata dall'utilizzo di una società strumentale, su cui va a gravare l'indebitamento generato dall'operazione; affinché l'operazione sia qualificabile come *leveraged buy-out*, tuttavia, la società acquisita deve fondersi con l'acquirente. Nel caso dell'Olivetti la liquidità sarebbe assicurata dal corrispettivo della cessione di Oliman (la società che controlla Omnitel ed Infostrada), nonché da un ingente finanziamento bancario, proveniente, almeno inizialmente, da Chase, Lehman, Mediobanca e Donaldson Lufkin & Jenrette (di seguito Dj); a tale forte indebitamento si aggiungerebbe quello, ulteriore, derivante dall'emissione di obbligazioni Tecnost. Come soluzione per l'elevato indebitamento derivante dall'acquisizione, molti ipotizzano, già prima dell'inizio dell'opa, una successiva fusione di Tecnost con Telecom, il cui perfezionamento integrerebbe, effettivamente, un'operazione di *leveraged buy-out*, la cui liceità nell'ordinamento italiano è piuttosto controversa (l'avvocato Grande Stevens censurerà l'operazione proprio sotto questo profilo). D'altronde, appare arduo pensare che una società dalla capitalizzazione non elevatissima possa ricorrere a

modalità differenti da quelle esposte per scalare una società che capitalizza in borsa 102 mila miliardi di lire.

Peraltro, le quattro banche sopra citate sono anche gli *advisor* scelti da Olivetti, che per la consulenza legale si affida a D'Urso ed Erede; la Telecom, invece, ha come *advisor* Imi Bim, Jp Morgan, Crédit Suisse e Lazard Brothers e come legali l'ex presidente, Rossi, e i giuristi che siedono nel cda, ossia Jaeger, Marchetti e lo stesso presidente, Libonati.

Nel frattempo, D'Alema, criticato per aver "benedetto" in anticipo l'operazione senza neanche essere sicuro dell'assenza di un possibile acquirente straniero dietro l'Olivetti, si preoccupa di annunciare sia la neutralità del Governo sia una futura valutazione da parte del Tesoro sull'opportunità di cedere il proprio 3,4%, da compiersi alla luce del piano industriale e delle prospettive di crescita ed occupazione. Al cambiamento di opinioni non è certamente estraneo un colloquio dello stesso *premier* con Bernabè, il quale si lamenta per l'appoggio che il Governo sembra voler dare ad un tentativo di scalata compiuto senza i necessari mezzi economici e che minaccia la distruzione di Telecom, dopo la cessione di Oliman ai tedeschi.

Il commento di Colaninno è affidato ad un comunicato che recita: "Si tratta di un investimento industriale a lungo termine e non di una mossa speculativa. Riteniamo esista la possibilità di creare valore per i nostri azionisti applicando le capacità di innovazione già collaudate a una società delle dimensioni di Telecom mentre i soci Telecom possono realizzare un valore significativo per le loro azioni avendo anche l'opportunità di partecipare alla creazione di valore che ci si attende dalle nuove strategie".⁶ Bernabè, invece, ritiene la comunicazione "gravemente lacunosa sotto molteplici profili quali ad esempio: i presupposti di un'operazione lanciata dal gruppo di controllo del principale concorrente di Telecom, le caratteristiche e la qualità del corrispettivo offerto, l'indebitamento e i suoi possibili riflessi su Telecom, le prospettive industriali, gli obiettivi strategici con particolare riferimento al ruolo di Tim, i tempi dell'offerta".⁷

Talune condizioni cui è subordinata l'offerta, contenute nella comunicazione, sono oggetto di censura da parte della Consob, conformemente alle osservazioni presentate dalla Telecom, in un comunicato

⁶ V. *Olivetti brucia tutti sul filo di lana*, ne *Il Sole-24 ore* del 21 febbraio 1999.

⁷ V. *Telecom avvia lo studio della fusione*, ne *Il Sole-24 ore* del 26 febbraio 1999.

del 22 febbraio. A parere della commissione, l'intenzione stessa di promuovere l'offerta da parte di Olivetti non può essere sottoposta alla condizione che la dismissione delle partecipazioni in Oliman a favore di Mannesmann non solo sia ritenuta lecita dall'Authority per le Comunicazioni ma si perfezioni effettivamente, risultando quindi in larga misura rimessa alla mera volontà dell'offerente; inoltre, la Consob ritiene che sia opportuno indicare, tra gli elementi essenziali dell'offerta, anche il periodo entro il quale questa avrà luogo. Senza le modifiche segnalate, la comunicazione risulta inidonea a far decorrere il periodo d'offerta ed in particolare la cosiddetta *passivity rule*, cioè il divieto per il consiglio di amministrazione della società bersaglio di compiere manovre difensive senza l'autorizzazione assembleare prevista dal TUF.

Di conseguenza, i vertici Telecom hanno la possibilità di studiare le possibili manovre difensive contro l'imminente opa: le tre strade indicate sono il pagamento di un superdividendo agli azionisti (che aumenterebbe l'indebitamento della società), la conversione delle azioni di risparmio in ordinarie e la fusione con la controllata TIM (operazioni, le ultime due, che innalzerebbero la capitalizzazione del colosso telefonico). In merito all'ultima società menzionata, va precisato che la Consob esclude, in un comunicato del 24 febbraio, l'obbligo di opa "a cascata" sulle relative azioni, in quanto non costituente la prevalente attività di Telecom; nello stesso comunicato, viene consentita l'inclusione delle obbligazioni Tecnost, benché non ancora emesse, nel corrispettivo.

La reazione dell'Olivetti è immediata, e si concretizza in una nuova comunicazione, presentata in data 25 febbraio. Nel nuovo testo, le condizioni di dubbia validità non vengono riproposte e come inizio previsto per l'offerta è indicato l'aprile 1999; in particolare, i problemi legati all'incertezza della cessione di Omnitel e Infostrada a Mannesmann vengono risolti, in quanto l'operazione viene perfezionata, pur essendo condizionata al successo dell'opa. Due giorni più tardi, la Consob giudica la comunicazione valida, e di conseguenza ritiene che inizi a decorrere il periodo d'offerta, con l'avvertenza che l'offerta stessa decadrà qualora non abbia inizio entro il mese di aprile (merita di essere rilevato come la decisione sia stata preceduta da un colloquio riservato fra D'Alema ed il presidente della Commissione, Spaventa).⁸

⁸ V. *Consob non si pronuncia – Spaventa da D'Alema*, ne *Il Sole-24 ore* del 26 febbraio 1999.

Invariata rimane, invece, la soglia minima di adesione all'opa, fissata nel 67% delle azioni con diritto di voto, salva la riserva di accettazione di un quantitativo inferiore; ciononostante, si tratta di opa totalitaria.

Successivamente, le due parti definiscono meglio le proprie strategie. Colaninno presenta il proprio piano industriale, che prevede 19mila esuberi, 26.500 miliardi di investimenti in tre anni, cessioni per 16mila miliardi, il tentativo di risanare Finsiel, Italtel e Sirti, e smentisce un presunto progetto di fusione tra Telecom e Tim; inoltre, propone un *buy-back* delle azioni di risparmio che non convince i relativi azionisti. Bernabè, invece, si orienta per una linea difensiva basata su un'ops su Tim, sulla conversione delle azioni di risparmio e sull'acquisto di azioni proprie e, giudicando il piano industriale dell'avversario condizionato dall'indebitamento, ne propone uno basato su 41.500 miliardi di investimento in quattro anni e sulla forte integrazione tra fisso e mobile; secondo gli analisti, il piano prevedrebbe implicitamente circa 40mila esuberi, legati più che altro alle dismissioni; successivamente, il progetto di ops su Tim si trasforma in proposta di opa sulla stessa società.

Su entrambi i fronti la decisione ultima spetta alle rispettive assemblee. Da una parte quella della Tecnost e quella dell'Olivetti, convocate rispettivamente per il 6 e per il 7 aprile, dovranno deliberare sull'aumento di capitale delle due società; dall'altra quella della Telecom, convocata per il 10, dovrà deliberare su conversione delle azioni di risparmio e *buy-back*, mentre un'eventuale successiva assemblea, prevista per la fine del mese e condizionata al successo della prima, sarà chiamata a deliberare sull'opa su Tim.

Nel frattempo, un possibile ostacolo all'operazione di Colaninno viene eliminato dall'assenso alla cessione di Infostrada ed Omnitel a Mannesmann dato prima dal Governo e poi dall'*Authority* delle telecomunicazioni.

Il 29 marzo l'Olivetti aumenta il prezzo dell'offerta a 11,50 euro (6,92 in contanti, 2,90 in obbligazioni e 1,68 in azioni, sempre emesse dalla Tecnost), venendo parzialmente incontro alle valutazioni espresse da analisti e gestori di fondi, secondo cui il precedente corrispettivo non avrebbe consentito la riuscita dell'opa. L'aumento del prezzo è reso possibile dall'ampia partecipazione delle banche al finanziamento dell'operazione: oltre ai quattro *advisor* (Chase, Dj, Lehman e Mediobanca), vi aderiscono una serie di altri istituti, tra cui Banca di Roma, BNL, Cariplo e Comit (gli ultimi due, tra l'altro, nonostante siano azionisti Telecom), cosicché la società di Ivrea riesce ad ottenere un importo superiore ai 22,5 miliardi di euro originariamente richiesti.

Inoltre, Colaninno pone come ulteriore condizione per l'opa la mancata approvazione, da parte dell'assemblea Telecom, delle manovre difensive proposte dal cda. Immediate sono le reazioni del colosso telefonico, da parte sia di Bernabè sia di Rossi.

Per Bernabè il rilancio è “una contro-opa di carta, piena di ulteriori condizioni da parte di Olivetti. Contiene lacci e laccioli per chi accetta, è di difficile comprensione per i piccoli azionisti e certamente non sarà gradita, per il suo contenuto di scarsa liquidità, agli investitori istituzionali”.⁹

Rossi, invece, afferma che “l'intenzione di procedere all'offerta risulta sottoposta a una condizione ulteriore (...) inammissibile in quanto contraria al principio dell'irrevocabilità dell'offerta” e il cui contenuto è “esclusivamente finalizzato a influenzare indebitamente il comportamento e le libere scelte degli azionisti”. Inoltre, chiede alla Consob di intervenire affinché Olivetti fornisca al mercato una serie di informazioni: quantitativo minimo di azioni che intende accettare, assetto societario e situazione patrimoniale e reddituale del gruppo Telecom in caso di successo dell'opa.¹⁰ La commissione di vigilanza accoglie solo la prima delle richieste e l'Olivetti, come anticipato, fissa il quantitativo minimo di accettazione nel 35% delle azioni.

Lo stesso giorno del rilancio, la Dlj, uno degli *advisor* dell'Olivetti, cede numerose azioni Telecom (per l'esattezza 24.404.500, pari allo 0,46% del capitale) ad un prezzo medio (9,7326 euro) sensibilmente più basso del corrispettivo fissato; su impulso della stessa Telecom, la Consob richiede alla società di Ivrea “con urgenza chiarimenti sulle modalità e sulle motivazioni (...) considerato che tale comunicazione non è avvenuta entro la giornata come previsto dal regolamento”.

Il commento di Bernabè fa riferimento in maniera non troppo velata ad un'ipotesi di manipolazione: “Non sono capaci di generare valore con piani industriali credibili e allora deprimono le quotazioni della loro preda gettando in Borsa milioni di titoli. E' incredibile che un'azienda a caccia di azioni Telecom con un'Opa strisciante e un rilancio di carta si dedichi con tanto impegno alla vendita dei titoli che ha in portafoglio. C'è un preciso intento di screditare l'immagine stessa di Telecom, danneggiando così gravemente gli

⁹ V. Bernabè: “Una contro-Opa di carta che non sarà gradita”, ne *Il Sole-24 ore* del 30 marzo 1999.

¹⁰ V. Rossi a Consob: *fate chiarezza*, ne *Il Sole-24 ore* del 31 marzo 1999.

azionisti e il mercato: un atteggiamento singolare per chi si candida a gestire un gruppo internazionale come Telecom".¹¹

L'Olivetti precisa che la vendita "è stata effettuata prima dell'annuncio del rilancio a 11,50 euro per ragioni di correttezza verso il mercato ed entro i limiti quantitativi che non deprimessero le quotazioni del titolo" e dichiara di avere in portafoglio un ulteriore 0,37% della società bersaglio; in ogni caso, tutti i titoli sono stati acquistati prima dell'annuncio dell'opa, non dando perciò luogo ad obblighi di comunicazione.

Varie indiscrezioni individuano il motivo della vendita nell'esigenza di liquidità generata dal rilancio e la stampa manifesta sospetti di *insider trading* o manipolazione; nonostante ciò, la Consob non insiste nell'indagare sulle ragioni del comportamento poco trasparente.

Il 6 aprile si tiene l'assemblea della Tecnost: nel corso di questa, viene precisato che gli offerenti si riservano facoltà di scelta qualora l'adesione all'opa sia compresa tra il 35% e il 67%, fermo restando l'obbligo di accettare un'adesione superiore a quest'ultima soglia. Tale facoltà di scelta viene criticata dai vertici Telecom, i quali sottolineano anche come lo statuto della società fissi un tetto del 3% che può essere superato solo in caso di opa cui consegua l'acquisizione della maggioranza delle azioni con diritto di voto. Inoltre, come ampiamente previsto, sia gli azionisti della Tecnost sia quelli dell'Olivetti approvano l'aumento di capitale delle rispettive società.

In vista dell'assemblea del 10 aprile, sia Colaninno sia Bernabè si rivolgono tramite comunicati agli azionisti Telecom, esprimendo valutazioni negative sulla convenienza economica delle proposte e sui contenuti del piano industriale della rispettiva controparte.

Il 9 aprile Olivetti presenta alla Consob il documento d'offerta, che risulta, tuttavia, incompleto (manca in particolare l'omologazione da parte del tribunale di Ivrea delle modifiche degli statuti di Olivetti e Tecnost deliberati nelle rispettive assemblee).

Il giorno seguente, il *quorum* del 33,3%, necessario per la validità dell'assemblea Telecom, non viene raggiunto: nonostante la stessa società abbia in precedenza annunciato una quota di azioni depositate pari al 38% del capitale, i partecipanti ne rappresentano soltanto il 22,3%. Oltre all'annunciata mancata partecipazione del Tesoro e della Banca d'Italia (che detengono

¹¹ V. *Telecom, il gallo delle vendite Olivetti*, ne *Il Sole-24 ore* del 31 marzo 1999.

rispettivamente il 3,4% e il 2,3%), le cause del fallimento dell'assemblea sono individuate nell'assenza di parecchi investitori stranieri di cui era data per certa la partecipazione e la maggioranza dei quali sembrava favorevole a Bernabè (in molti casi la ragione del mancato intervento va ravvisata nelle complicazioni burocratiche, in particolare problemi concernenti le deleghe di voto, in altri nel rifiuto, da parte dell'amministratore delegato di Telecom, di accettare le condizioni poste da taluni gestori). A seguito di ciò, Olivetti accusa i vertici Telecom di mancanza di trasparenza, mentre questi ultimi affermano di aver agito correttamente. Particolarmente significativo è il commento di Agnelli sull'accaduto ("Credevo durasse 10-12 ore, invece è durata 20 minuti. Non me l'aspettavo, è stata una sorpresa"), interpretato come una bocciatura nei confronti di Bernabè.¹²

Sia Bernabè sia Rossi criticano aspramente la mancata partecipazione del Tesoro, e quindi del Governo, all'assemblea: il 13 aprile, in un nuovo colloquio con l'amministratore delegato di Telecom, D'Alema invita quest'ultimo a moderare le accuse e a usare toni più civili, sottolineando come, evidentemente, il nucleo stabile della società non sembri avere particolare interesse ad ostacolare l'opa. Tuttavia, anche i sindacati e i Ds, per bocca rispettivamente di Cofferati e Veltroni, esprimono disapprovazione per l'operato del Governo, preoccupandosi per i possibili numerosi esuberanti e per l'eventualità che la società telefonica cada in mani straniere.

Il 16 aprile la Borsa ammette alla quotazione le obbligazioni Tecnost, cosicché il documento d'offerta, ora completo in tutti i propri elementi, viene presentato alla Consob. Tuttavia, proprio in tale data il *Financial Times* individua in Deutsche Telekom il "cavaliere bianco" di Telecom Italia, svelando che tra le due società ci sarebbero in corso trattative su un progetto di integrazione. Immediato è l'intervento del Governo: D'Alema, cui pure Bernabè ha taciuto la cosa solo tre giorni prima, conferma la notizia e, sentendosi per telefono con il *premier* tedesco Schroeder, esprime parere favorevole all'alleanza, purché questa abbia luogo su basi paritetiche e la privatizzazione della società tedesca venga accelerata.

Il giorno successivo, mentre la Consob chiede i chiarimenti che la Telecom avrebbe dovuto fornire in precedenza, parecchi esponenti politici manifestano entusiasmo per la vicenda, dando il via ad una serie di colloqui sia con i propri colleghi tedeschi sia con i rappresentanti di Telecom e Olivetti. La

¹² V. CISNETTO, *Il Gioco dell'OPA*, Milano, 2000, pp. 138 ss.

strada più gradita al mondo politico sarebbe un'alleanza tra la società di Ivrea e il nucleo stabile della Telecom da una parte e la società tedesca dall'altra; tuttavia, Colaninno dichiara di proseguire con l'opa, in base al cui esito prenderà ogni decisione su eventuali "alleanze continentali".

Il 22 aprile la Consob concede il nulla-osta che, pur non previsto dal TUF, per prassi dell'organo di vigilanza dà il via libera per la pubblicazione del documento d'offerta: il periodo di adesione ha quindi inizio il 30 aprile, cioè entro il termine indicato nella comunicazione dell'Olivetti e fondamentale per la validità dell'opa, per concludersi il 21 maggio.

Cinque giorni più tardi, la Telecom prepara e trasmette alla Consob il proprio comunicato con la valutazione dell'offerta, censurata sia sotto il profilo legale sia sotto quello economico. Dal primo punto di vista, si osserva che non è possibile determinare chi siano gli offerenti (il prospetto non lo spiega ed anzi, nel documento di ammissione a quotazione delle obbligazioni Tecnost si dice che "Olivetti non risulta essere controllata ai sensi delle normativa vigente da persone fisiche o giuridiche"), la riserva di accettazione rappresenta una condizione potestativa e il tetto statutario del 3% non cade, in quanto l'offerta non è da considerarsi totalitaria (punto, quest'ultimo, su cui la Consob ha ritenuto competente il giudice ordinario). Sotto l'aspetto economico, l'operazione genererà un forte indebitamento e permetterà di cedere Telecom, attraverso la vendita della quota di controllo della Bell o della Fingruppo, senza che agli azionisti di minoranza sia riconosciuto alcun vantaggio economico, in quanto queste ultime sono società straniere; inoltre, il futuro accordo con Deutsche Telekom viene considerato più vantaggioso di una vendita ad un prezzo non solo basso, ma costituito in buona parte da azioni ed obbligazioni non adeguatamente negoziabili.

Nel corso del periodo di adesione entrambi gli schieramenti fanno largo uso della pubblicità, soprattutto sui quotidiani. Il messaggio dell'Olivetti appare più oggettivo e pacato, limitandosi a ribadire le condizioni dell'offerta, mentre quello della Telecom contiene espressioni (quali "Attenti all'opa", "può nuocere gravemente al vostro portafoglio" *etc*), giudicate dalla controparte "diffamatorie ed infondate". Il 3 maggio l'Olivetti, di conseguenza, presenta un esposto alla Consob sulla campagna pubblicitaria degli avversari, ma la commissione di vigilanza si limita a fissare criteri di carattere generale.

Altra operazione aspramente criticata dalla società di Ivrea è la vendita della *pay-TV* Stream, da parte di Telecom, in quanto ritenuta atto idoneo a contrastare l'opa.

Ad ulteriore sostegno dell'Olivetti intervengono il 10 maggio i quattro *advisor*; i quali costituiscono un consorzio, cui successivamente aderiranno varie altre banche, per ricollocare le obbligazioni Tecnost, così da garantirne un'apprezzabile liquidità.

Il periodo successivo è caratterizzato da un aspro scontro sulla questione del tetto statutario: il presidente della Telecom, Libonati, minaccia di non iscrivere a libro soci Olivetti se questa non raggiungerà almeno il 50%, mentre Erede, legale della società di Ivrea, afferma l'obbligo di iscrizione in ogni caso (a suffragare quest'ultima tesi pare che interverrà successivamente, con comunicazioni private agli azionisti del nucleo stabile di Telecom, il direttore generale del Tesoro e "padre" del TUF, Draghi).¹³ Gli investitori istituzionali esteri, da parte loro, sollevano il problema del trattamento delle azioni di risparmio, che detengono in grande quantità, lamentando la mancanza di trasparenza a riguardo da parte di entrambi gli schieramenti.

Le adesioni all'opa fino a due giorni prima della chiusura ammontano a circa il 9%, tanto che Bernabè dichiara che "l'opa non avrà successo". Tuttavia, la notizia di una stima operata da un *advisor* dell'Olivetti secondo cui sarebbe già superata la soglia del 35% provoca la reazione della Telecom, che denuncia alla Consob la diffusione a mercati aperti di notizie atte ad influenzare l'andamento dell'opa: l'autorità richiede alla società di Ivrea di "comunicare immediatamente i dati in suo possesso, o in possesso dei suoi advisor" sui fondi d'investimento che avrebbero già dato mandato di consegnare i titoli Telecom all'Opa..

Il giorno dopo, un analogo episodio spinge la Telecom a chiedere la sospensione dell'opa per gravi violazioni delle norme di trasparenza e di correttezza, mentre l'Olivetti si dichiara estranea all'accaduto; la Consob decide di non prendere provvedimenti in merito.

In tale data, Olivetti risulta in possesso di circa il 20% delle azioni, per poi raggiungere il 52%, e quindi la quota di controllo, il giorno successivo, l'ultimo del periodo d'offerta: il costo totale dell'operazione è di circa 61.000 miliardi, contro i 117.000 necessari per l'acquisto della totalità delle azioni. Il successo è determinato dalla massiccia adesione dei gestori di fondi comuni, nonché dal "tradimento del nocciolo d'oro", ossia la scelta degli azionisti componenti il nucleo stabile (con l'eccezione del solo Crédit Suisse) di

¹³ V. CISNETTO, *op. cit.*, pp. 160 ss.

abbandonare i vertici societari al proprio destino, a dispetto, oltretutto, del vincolo triennale a non cedere le azioni detenute.

Coerentemente con la scelta di rimanere neutrale, il Tesoro, invece, non aderisce all'opa con le azioni in proprio possesso.

A non vanificare l'esito dell'acquisizione contribuiscono sia la decisione del Governo di non esercitare la *golden share*, ossia il potere di gradimento dei soci delle società privatizzate, sia la rinuncia di Bernabè ad esercitare eventuali azioni legali, prima fra tutte quella concernente il ricorso al *leveraged buy-out*.

Il commento che dà meglio l'idea della conclusione della vicenda è senz'altro quello di Agnelli: "L'avventura è finita. Hanno molti debiti, auguri".¹⁴

¹⁴ V. CISNETTO, *op. cit.*, p. 166.

LE PRINCIPALI PROBLEMATICHE GIURIDICHE

Premessa

Nella ricostruzione delle vicende operata in precedenza si sono succintamente anticipate alcune delle principali questioni legali che hanno caratterizzato la dinamica dell'opa: in questa sede verranno esaminate in maniera più compiuta, unitamente a quelle non ancora prospettate.

Una prima considerazione d'insieme sui vari problemi sorti riguarda l'incertezza in cui si sono dovuti muovere, in varie circostanze, sia l'offerente sia gli amministratori della società *target* sia, infine, la stessa Consob: è certamente, questo, un effetto quasi naturale del tipo di disciplina scelto per le offerte pubbliche d'acquisto. Infatti, il Testo Unico della Finanza contiene una normativa di principio, destinata ad essere integrata dalla Consob non solo attraverso una regolamentazione secondaria, ma anche tramite interventi interpretativi, vincolanti per i soggetti interessati, aventi riguardo alle peculiarità del caso. L'assetto complessivo risultante da un sistema così concepito ha certamente il pregio dell'elasticità; tuttavia, non sempre tale opzione normativa giova alla certezza del diritto e alla ponderatezza delle scelte di volta in volta operate. Infatti, le lacune della disciplina generano incertezza nei soggetti interessati circa le modalità operative da seguire, obbligando la Consob a dirimere i vari dubbi; tuttavia, l'intervento interpretativo e integrativo deve aver luogo per forza di cose in tempi ridotti, date le esigenze di celerità connaturate ad un'opa, e di conseguenza manca il tempo per la riflessione necessaria ad affrontare le questioni più problematiche.

Tutto ciò fa comprendere come mai, ad opa in corso, alcuni aspetti particolarmente delicati siano stati decisi dall'organo di vigilanza senza fornire un'adeguata motivazione o, addirittura, non siano stati affrontati esplicitamente, per poi essere analizzati più compiutamente in separata sede.

Altro elemento che ha determinato la non completa definizione di taluni problemi è stata la renitenza a ricorrere allo strumento giurisdizionale, contrario alle esigenze di celerità dell'offerta ma passaggio quasi obbligato per ottenere un adeguato grado di certezza del diritto.

Per queste ragioni, l'analisi delle problematiche prospettate dall'opa Telecom richiede un'integrazione alla luce dei più significativi eventi, avvenuti successivamente alla conclusione della vicenda, che hanno contribuito a meglio definire talune questioni. Peraltro, è da notare come la Consob abbia concentrato la propria attenzione su alcuni aspetti problematici, i cui sviluppi successivi ne hanno consentito la risoluzione, mentre talune questioni non prese in esame dalla commissione, sia pur meritevoli di risposta, sono rimaste in sospeso, salvo riproporsi in eventuali future occasioni.

Naturalmente, nell'analisi condotta, verranno maggiormente approfondite le questioni più specificamente e direttamente concernenti la disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto, mentre le altre saranno esaminate nei limiti dell'incidenza avuta nell'opa Telecom e che sono suscettibili di avere in operazioni del genere, essendo una loro trattazione di carattere generale improponibile in questa sede.

2.1) Procedura d'informazione e decorso della *passivity rule*

La questione più delicata e complessa è certamente quella concernente la procedura informativa necessaria per il lancio di un'opa ed il connesso problema della decorrenza della *passivity rule*, come testimoniano l'ampio dibattito dottrinario e le pronunce giurisprudenziali in proposito.

Su entrambi i temi il Testo Unico della Finanza è abbastanza laconico, fissando una disciplina di principio e lasciando alla Consob ampia discrezionalità nel completare la regolamentazione: è bene, quindi, ricostruire i due livelli normativi e verificarne la coerenza.

Il decreto legislativo 58/1998 dedica agli obblighi informativi dell'offerente l'art. 102, secondo il quale "coloro che effettuano un'offerta pubblica di acquisto o di scambio ne danno preventiva comunicazione alla Consob, allegando un documento, destinato alla pubblicazione, contenente le informazioni necessarie per consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta".

Quindi, chi abbia concretamente deciso di effettuare un'opa¹⁵ ha l'obbligo di inviare un'apposita comunicazione alla Consob, allegando ad essa il

¹⁵ SALAFIA, *Il procedimento per il lancio di una opa*, ne *Le Società*, 1999, 4, p. 394, sottolinea come presupposto della comunicazione non sia più, come nella legge 149/1992, la semplice intenzione di promuovere un'offerta, "con la conseguenza di dover ritenere che, sino

documento d'offerta. Il secondo comma dello stesso art. 102 e l'art. 103 attribuiscono alla commissione due poteri riguardo a tale documento: quello, di carattere generale, di disciplinarne tramite norme regolamentari contenuto e modalità di pubblicazione e quello, relativo al singolo documento d'offerta ricevuto, di indicare all'offerente informazioni integrative, specifiche modalità di pubblicazione e garanzie da prestare, ove ritenuto necessario.

La *passivity rule* è invece contenuta nell'art. 104, che subordina il compimento da parte della società *target* di "atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta" all'autorizzazione dell'assemblea, ordinaria o straordinaria a seconda dell'oggetto, che delibera "anche in seconda o in terza convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano almeno il trenta per cento del capitale".

Il sistema così delineato dal TUF appare abbastanza lineare: è prevista una prima fase dominata dalla riservatezza¹⁶, in cui unico soggetto destinatario di informazioni è la Consob, cui segue la pubblicazione del documento d'offerta, che dà inizio alla fase di pubblico dominio.

Più complesso era il sistema delineato dalla Consob nel regolamento d'attuazione del Testo Unico vigente all'epoca dell'opa Telecom¹⁷ e successivamente semplificato, come si dirà in seguito. In particolare, l'organo di vigilanza aveva introdotto una tipologia di "comunicazione cosiddetta bifasica"¹⁸, incentrata su uno iato temporale tra la prima comunicazione del lancio dell'opa e la presentazione del documento d'offerta, nonostante il termine "allegando" contenuto nell'art. 102 TUF faccia pensare alla contestualità dei due documenti.¹⁹

a quando l'intenzione non si tramuti in decisione concreta, il soggetto non è affatto tenuto a darne notizia alla Consob": un'eventuale comunicazione della semplice intenzione potrebbe ugualmente avere luogo, a discrezione del potenziale offerente, ma senza consentire alla Consob l'esercizio dei poteri di cui all'art. 102.

¹⁶ In tal senso v. RICCI, *Perché sia Opa non basta un comunicato*, ne *Il Sole-24 ore*, 25 febbraio 1999; SALAFIA, *op. cit.*, p. 394.

¹⁷ La disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto era contenuta negli artt. 3-18 del regolamento n. 11520/98, poi riprodotti senza modifiche negli artt. 35-50 del regolamento n. 11971/99. Pare opportuno, per maggiore comodità, fare riferimento alla numerazione degli articoli del secondo regolamento citato.

¹⁸ MOSCA, *Commento sub art. 104*, ne *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, Commentario a cura di MARCHETTI e BIANCHI, Milano, 1999, p. 204.

¹⁹ Il punto è chiarito da PRESTI-RESCIGNO, *La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 2000, Parte II, p. 136: "con

Infatti, il comma 1 dell'art. 37 del regolamento, prima di essere modificato, conteneva una disposizione del seguente tenore: "colui che intende²⁰ procedere a un'offerta pubblica comunica senza indugio²¹, fuori dall'orario di negoziazione, contestualmente al mercato, all'emittente e alla Consob, gli elementi essenziali, le finalità dell'operazione e i nomi degli eventuali consulenti". A sua volta, il secondo comma precisava: "la comunicazione alla Consob è completa e prende data, ai fini dell'art. 102, comma 2, del Testo Unico, dalla ricezione del documento d'offerta".

Come si nota immediatamente, oltre ad aver istituito una procedura informativa bifasica, la Consob ha imposto di estendere la comunicazione preventiva alla società *target* ed al mercato, facendo venir meno la segretezza che si riconosceva connaturata alla prima fase dell'operazione. Tale scelta è chiaramente legata alla condivisibile preoccupazione di eliminare le asimmetrie informative ed i rischi di *insider trading* generati dalla circostanza che la conoscenza della decisione di lanciare l'opa rimanga limitata alla sfera degli offerenti²², ma non ha mancato di suscitare perplessità di varia natura.²³ In

il regolamento la Consob ha, in primo luogo, interpretato il gerundio di cui all'art. 102, comma 1°, t. u. f. come non impositivo di una necessaria contestualità della preventiva comunicazione con il deposito del documento d'offerta". Lo scritto in questione riproduce il n. 37 dei *Quaderni di finanza* della Consob, dell'aprile 2000, a cura degli stessi Autori.

²⁰ SALAFIA, *op. cit.*, p. 396, osserva che il regolamento Consob attribuisce evidenza alla semplice intenzione di lanciare l'opa, analogamente a quanto previsto dalla vecchia legge e difformemente dal Testo Unico, facendone derivare l'illegittimità della disposizione secondaria. Secondo MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 1999, I, p. 163, il termine "intenzione" avrebbe, invece, il significato di "decisione". Accolgono favorevolmente la tesi PRESTI-RESCIGNO, *op. cit.*, p. 136, in particolare nella nota 14, nella quale sottolineano come anche la Consob abbia aderito a tale opinione.

²¹ Il momento opportuno affinché la comunicazione avvenga "senza indugio" è stato individuato dalla maggior parte della dottrina nelle ore immediatamente successive alla deliberazione del consiglio di amministrazione. V. la Circolare n. 13/1999 dell'ASSONIME, in *Riv. soc.*, 1999, p. 36; MOSCA, *Commento sub art. 104*, ne *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, Commentario a cura di Marchetti e Bianchi, Milano, 1999, p. 203. Peraltro, ciò si è puntualmente verificato in occasione dell'opa Telecom.

²² Le ragioni della Consob sono esplicitate da SPAVENTA, *op. cit.*, p. 246 s., il quale giustifica in base alle stesse esigenze la natura bifasica dell'informativa richiesta dall'art. 37 del regolamento: "proprio perché ha per finalità la trasparenza, tale disposizione non richiede che al comunicato sia allegato un completo documento d'offerta (o prospetto): a ben vedere anzi presume, sia pure implicitamente, che il comunicato *preceda* la presentazione del documento, la cui predisposizione ha tempi più lunghi". V. anche PRESTI-RESCIGNO, *op. cit.*, p. 137; MOSCA, *op. cit.*, pp. 198 ss. Peraltro, va rilevato che nella vicenda Telecom l'assolvimento dell'obbligo di comunicazione non ha impedito asimmetrie informative e fughe di notizie, culminate nell'anticipazione dell'opa da parte di varie fonti d'informazione.

relazione a tale aspetto si parla al presente, dal momento che esso non è stato modificato, pur essendo ora limitato nella sua portata dal mutamento del contesto normativo, come si vedrà più avanti.

In occasione dell'opa Telecom, la Consob ha avuto modo di precisare un delicato problema, non disciplinato esplicitamente né dal TUF, né dal regolamento, ossia quello del momento del decorso della *passivity rule*. La questione è stata affrontata nel documento che ritiene il secondo comunicato dell'Olivetti conforme ai requisiti fissati dal regolamento.²⁴

In tale provvedimento la commissione, innanzitutto, individua due distinte ipotesi, a seconda che la comunicazione sia o no completa, cioè comprensiva dei documenti elencati nell'art. 37, comma 2 del regolamento (schede di adesione, documentazione concernente la garanzia e l'avvenuto rilascio delle necessarie autorizzazioni e, soprattutto, documento d'offerta); infatti, tale disposizione (ora abrogata), prevedendo che la comunicazione "è completa e prende data ai fini dell'art. 102, comma 2, del T.U." solo dal momento dell'allegazione di tali documenti, poneva problemi circa la natura di un comunicato incompleto.

Poi, la Consob precisa che l'obbligo di astensione previsto dall'art. 104 TUF copre l'intero "periodo di offerta", che il vecchio art. 35 del regolamento faceva decorrere dalla "data della prima comunicazione al mercato": così, non

²³ In particolare secondo RICCI, *op. cit.*, "la mera volontà di procedere all'offerta è dunque trattata, dal regolamento, come fosse una informazione ai sensi dell'articolo 114 Tuf (obbligo di informazione immediata sui fatti che accadono nella sfera di attività dell'emittente o di sue controllate, ed idonei, se resi pubblici, ad influenzare il prezzo degli strumenti finanziari dell'emittente stesso o di sue controllate), mentre per l'opa la legge ha dettato, come si è visto, un procedimento apposito che contempla una fase – la prima – coperta dalla riservatezza", nonostante essa abbia implicazioni più complesse, data l'attitudine ad influenzare anche e soprattutto il corso dei titoli della società *target*, oltre che quelli dell'offerente; inoltre, la disciplina posta dalla Consob appare inadeguata a risolvere i rischi che vorrebbe prevenire, in quanto "il mercato e la società emittente vengono informati immediatamente che vi è l'intenzione di una scalata ma hanno scarsi elementi per valutarla ..., il che provoca inevitabilmente confusione e disorientamento nell'azionariato diffuso, manovre speculative sui titoli e rischi gravissimi di *insider trading* (perché solo gli *insider* dispongono dell'informazione completa e sanno se davvero l'intenzione di offerta sfocerà in un'offerta vera e propria e a quali condizioni).

La Circolare n. 13/1999 dell'ASSONIME, *cit.*, p. 35, sottolinea la discrepanza tra il TUF e la normativa secondaria: "nel quadro disciplinare del regolamento Consob, in buona sostanza, la comunicazione viene ad assolvere una finalità di tempestiva informazione del mercato, che il Testo unico per vero non sembra assegnarle in modo così palese".

²⁴ V. *Comunicazione n. DIS/99013832* del 27-2-1999, reperibile sul sito www.consob.it. Un estratto è stato pubblicato su *Consob informa*, n. 10 dell'8 marzo 1999.

vi sono particolari problemi ad individuare nella data di presentazione della comunicazione completa il momento iniziale della *passivity rule*. Tuttavia, identica è la soluzione individuata in caso di comunicazione incompleta, sulla base di due argomenti: da una parte, l'osservazione che "il difetto di elementi accessori non è (...) di per sé ostativo alla produzione degli effetti di un atto, ancorché questo debba poi essere completato da detti elementi", dall'altra la circostanza che la completezza del comunicato rilevi "ai soli fini di far decorrere il termine entro cui la Consob è tenuta a pronunciarsi" su tale atto, esercitando i poteri integrativi attribuitile dal TUF.

Peraltro, la Consob subordina la produzione di un così importante effetto ad alcuni requisiti della comunicazione²⁵, precisando il non meglio definito concetto di "elementi essenziali" contenuto nel regolamento. Nel comunicato, gli elementi in questione vengono individuati ne "i soggetti partecipanti all'operazione, i titoli oggetto dell'offerta, il corrispettivo unitario ed il valore complessivo dell'offerta, con specifica enunciazione degli strumenti finanziari proposti in cambio e del procedimento che si intende realizzare per la loro emissione, le condizioni cui l'efficacia dell'offerta è subordinata, le relative garanzie, l'area geografica di diffusione, l'epoca in cui l'offerta sarà lanciata, le finalità dell'operazione, le autorizzazioni occorrenti ed i consulenti di cui l'offerente si avvale".

In merito a taluni elementi, la commissione opera ulteriori puntualizzazioni. Innanzitutto, le condizioni non possono incidere sull'intenzione stessa di promuovere l'offerta, bensì devono limitarsi subordinare gli effetti di questa al verificarsi di effetti futuri, indipendenti dalla mera volontà dell'offerente (nel caso di specie "il raggiungimento di un quantitativo minimo di adesioni e l'attestazione, da parte delle competenti autorità, della compatibilità dell'operazione con la normativa in tema di concorrenza"). Inoltre, l'inizio del periodo di adesione costituisce "uno degli elementi determinanti le caratteristiche dell'offerta" e va necessariamente

²⁵ "Resta però fermo che, per essere idonea a produrre i propri effetti, la comunicazione in esame deve essere in grado di fornire al mercato le informazioni necessarie. Soltanto in tal caso, infatti, si può coerentemente affermare che ad essa mancano solo elementi accessori di carattere formale e si può giustificare perciò il sorgere, per la società emittente, dell'obbligo di astensione".

rispettato, in quanto un eventuale rinvio dilaterrebbe ingiustificatamente i termini della *passivity rule*.²⁶

Il sistema così delineato dalla Consob risponde all'esigenza, evidenziata nella parte iniziale del provvedimento, di contemperare due interessi contrapposti: quello, dell'offerente ma anche dell'intero mercato, alla contendibilità delle società e quello, dell'emittente, di non rimanere paralizzato per un tempo eccessivo di fronte ad un tentativo di scalata, magari annunciato con largo anticipo dal *raider* nella speranza di bloccare l'avversario e procacciarsi nel frattempo i mezzi necessari all'operazione.

Tuttavia, la scelta operata nel provvedimento, che appare privilegiare la contendibilità²⁷, ha l'effetto di far decorrere la *passivity rule* da un momento in cui, nell'ipotesi di comunicazione priva di documento d'offerta, gli azionisti della società bersaglio non dispongono di tutti gli elementi necessari per compiere una ponderata valutazione²⁸; inoltre, non sembra tutelare in maniera adeguata l'interesse della società *target* a non rimanere eccessivamente vincolata, dal momento che la durata del periodo d'offerta è rimessa alla discrezionalità dello scalatore.²⁹ Tutto ciò, oltretutto, sulla base di una disciplina regolamentare che, sebbene giustificata da esigenze di trasparenza e riduzione delle asimmetrie informative, risulta nel suo complesso pesantemente difforme dalle norme primarie, e quindi a rischio di illegittimità.³⁰

²⁶ Secondo la Consob “ogni eventuale rinvio, implicando il mutamento delle condizioni enunciate nel comunicato che apre il periodo d'offerta e fa sorgere l'obbligo di astensione per la società emittente, segnerebbe un inammissibile momento di discontinuità rispetto a quanto in detto comunicato enunciato e sposterebbe ingiustificatamente i termini di riferimento dell'indicato obbligo di astensione”.

²⁷ V. in proposito SPAVENTA, *op. cit.*, p. 247.

²⁸ V. RICCI, *op. cit.*, che ritiene “illegittimo pretendere che basti la diffusione di un comunicato lacunoso ...per bloccare l'operatività degli organi amministrativi della società imponendogli di ricorrere sempre all'assemblea dei soci la quale, oltretutto, non sarebbe neppure in grado di deliberare con cognizione di causa, alla luce degli scarsi elementi di giudizio contenuti nel comunicato”. Nello stesso senso PICONE, *op. cit.*, p. 139 s.

²⁹ Il problema è ammesso da SPAVENTA, *op. cit.*, p. 249 il quale individua come possibile soluzione “una novella regolamentare che introduca un termine temporale preciso (...) per la presentazione del prospetto, derogabile con autorizzazione della Consob”.

³⁰ Alle scelte normative della Commissione non sembra estranea, in particolare, la volontà di attuare, in una prospettiva *de iure condendo*, taluni principi della proposta di XIII direttiva comunitaria in materia di offerte pubbliche di acquisizione, come lasciano intuire PRESTI-RESCIGNO, *op. cit.*, p. 142 s.

Nonostante i problemi ora evidenziati si fossero presentati in occasione dell'opa Telecom, essi sono stati portati all'attenzione del giudice amministrativo solo nel corso dell'opa lanciata da Generali su Ina; delle conseguenze dei relativi giudizi sembra opportuno dare conto, sia pur brevemente, in quanto hanno inciso in maniera sensibile sulla disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto.³¹

Gli artt. 35 e 37 del regolamento Consob sono stati impugnati prima dinanzi al TAR del Lazio e poi, in appello, dinanzi al Consiglio di Stato. Le decisioni dei due organi hanno entrambe censurato le scelte regolamentari della commissione, sia pure sotto profili differenti.³²

Il TAR, infatti, ha ritenuto illegittimo il combinato disposto dei due articoli, per violazione degli artt. 102 e 104 del TUF, in quanto la previsione di una comunicazione preventiva rispetto al documento d'offerta aveva l'effetto di far decorrere l'obbligo di astensione dalle manovre difensive a seguito della presentazione di atti che non fornivano "le informazioni necessarie per consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta" di cui all'art. 102.

Il Consiglio di Stato, invece, ha individuato come unica disposizione illegittima la lett. c) dell'art. 35, che definiva il periodo d'offerta come il "periodo intercorrente tra la data della prima comunicazione al mercato e la data prevista per il pagamento del corrispettivo", in quanto tale definizione consentiva alla Consob di ritenere, con parere vincolante, che la *passivity rule* decorresse dalla prima comunicazione.

A seguito dei due provvedimenti, alla Consob non restava che modificare il proprio regolamento, per evitare che fosse nuovamente impugnato; ciò ha avuto luogo con la delibera n. 12745/2000.

La novità più importante è rappresentata dal venir meno della procedura informativa bifasica: ora l'art. 37, prevedendo che alla comunicazione siano allegati documento d'offerta e scheda di adesione,

³¹ Per una ricostruzione complessiva della vicenda concernente l'originaria disciplina del regolamento e le successive modifiche v. SALVATI, *Le modifiche al regolamento Consob sulla disciplina degli emittenti tra istanze emerse nella prassi applicativa e la direttiva dell'UE sull'OPA*, sul sito <http://www.archivioceradi.luiss.it>.

³² Un commento fortemente critico delle due sentenze è contenuto in PRESTI-RESCIGNO, *op. cit.*; in senso contrario v. CHIAPPETTA-RISTUCCIA, *Ma quando inizia il gioco dell'opa?*, in *Giur. Comm.*, 2000, p. 21.

impone chiaramente la contestualità dei tre atti. Gli unici elementi che possono essere rinviati ad un secondo momento sono le autorizzazioni necessarie all'acquisto delle partecipazioni e l'emissione di strumenti finanziari da offrire in corrispettivo, purché la comunicazione indichi che è stata presentata la richiesta delle prime alle autorità competenti e che è stata deliberata la convocazione dell'assemblea chiamata a decidere sulla seconda: si tratta di aspetti la cui definizione, in genere lunga e complessa, dilaterrebbe ingiustificatamente i tempi dell'informativa.

Sul momento in cui va effettuata la comunicazione non sembrano esservi dubbi, in quanto l'art. 102 TUF fa riferimento ad una decisione concreta, presumibilmente del consiglio di amministrazione; sarà interesse dell'offerente far coincidere tale delibera con la predisposizione del documento d'offerta.

E' stato eliminato, inoltre, il riferimento al periodo d'offerta, censurato dal Consiglio di Stato, sostituito nel nuovo testo dall'espressione "periodo intercorrente fra la data della comunicazione prevista dall'articolo 102, comma 1, del Testo Unico e la data indicata per il pagamento del corrispettivo".

Continua ad essere previsto, nel primo comma dell'art. 37, l'obbligo di estendere "senza indugio" la comunicazione alla società *target* ed al mercato, disposizione che non appare in linea con la riservatezza che si è vista essere connaturata alla prima fase dell'informativa. Tuttavia, il contenuto è ora meglio precisato: oltre agli "elementi essenziali", definiti nel corso dell'opa Telecom, il comunicato deve indicare "le finalità dell'operazione, le garanzie che vi accedono e le eventuali modalità di finanziamento previste, le eventuali condizioni dell'offerta, le partecipazioni detenute o acquistabili dall'offerente o da soggetti che agiscono di concerto con lui e i nominativi degli eventuali consulenti".

Tale circostanza consente di individuare con minori dubbi il momento da cui inizia a decorrere l'obbligo di astensione di cui all'art. 104 TUF in quello della presentazione dei documenti alla Consob³³; una soluzione del genere, peraltro, pur suggerita dal Consiglio di Stato, non appare conforme a quanto espresso dalla dottrina maggioritaria, la quale, partendo dal presupposto della

³³ Conformemente SALVATI, *op. cit.*, secondo cui la nuova normativa protegge in misura minore le esigenze di trasparenza e contendibilità, aumentando il pericolo di *insider trading*

riservatezza della prima fase, individua nella pubblicazione del documento d'offerta il momento di decorrenza della *passivity rule*.³⁴

2.2) Contenuto della *passivity rule*

Un'altra questione su cui la Consob si è pronunciata in occasione dell'opa Telecom è quella concernente l'individuazione degli "atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta" di cui all'art. 104 TUF; infatti, dal momento che l'articolo non offre indicazioni più precise al riguardo, si pone il problema di stabilire per quali atti concreti sia necessaria l'autorizzazione dell'assemblea.

Nel caso di specie, il problema si è posto con riferimento all'annuncio, da parte dei vertici della Telecom, di trattative in corso con Deutsche Telekom per giungere ad un'integrazione tra le due società, questione su cui la Consob è intervenuta con un apposito provvedimento.³⁵ Interessanti risultano le considerazioni espresse nel documento in merito sia al caso concreto sia alla *passivity rule* in generale.

Innanzitutto, la commissione enuclea i possibili obiettivi connaturati un'opa, compiendo un passaggio pregiudiziale alla delimitazione degli atti passibili di contrastarli. Sintesi finale dell'individuazione di tali obiettivi è l'assunto che "un'offerta è normalmente volta ad acquistare con un certo esborso finanziario il controllo di una società che ha determinate caratteristiche strutturali e patrimoniali".

Quindi, gli atti normalmente utilizzati per contrastare tale complessiva finalità vengono raggruppati in tre categorie, ciascuna corredata di indicazioni a titolo esemplificativo:

1) atti diretti ad incrementare il costo da sostenere per raggiungere il quantitativo di adesioni voluto dall'offerente (aumenti di capitale, conversione in azioni con diritto di voto di altri strumenti finanziari, acquisto di azioni proprie);

³⁴ V. in proposito PRESTI-RESCIGNO, *op. cit.*, p. 141, in particolare alla nota 34.

³⁵ *Comunicazione n. DAL/99039392* del 18-5-1999, reperibile sul sito www.consob.it. Una sintesi del comunicato è rivenibile su *Consob informa*, n. 21 del 24 maggio 1999. Per un commento critico dei principi fissati dalla commissione v. MUCCIARELLI, *Combinazioni aziendali e passivity rule*, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 2000, Parte I, pp. 2227 ss. V. anche, per una ricostruzione più neutrale, PICONE, *op. cit.*, 130, alla nota 323.

2) atti diretti a modificare le caratteristiche patrimoniali ed aziendali della società *target* (cessioni di beni, fusioni e scissioni, improvviso mutamento di attività aziendali e politiche industriali o commerciali);

3) comportamenti di disturbo finalizzati a rendere più difficile per l'offerente il raggiungimento dell'obiettivo (lancio di un'offerta sulle azioni dell'offerente o di una sua controllata, estensione dell'attività a segmenti che creino problemi dal punto di vista della normativa *antitrust*).

Tuttavia, secondo la Consob, l'art. 104 opera soltanto uno spostamento della competenza ad adottare la decisione finale su tali atti a favore dell'assemblea (sempre che, ovviamente, la competenza ad adottarli non spetti già a quest'ultima e non agli amministratori): pertanto gli amministratori restano liberi, ed hanno anzi il dovere, di cercare soluzioni alternative all'opa che possano meglio tutelare l'interesse degli azionisti.

Sulla scorta del ragionamento seguito, la commissione conclude che il comportamento posto in essere dalla Telecom non viola l'art. 104 TUF, in quanto rappresenta soltanto una proposta alternativa all'opa, inidonea a contrastarla e che, in ogni caso, sarà soggetta al vaglio degli azionisti in assemblea. In particolare, "il tipo di operazione proposta, in quanto lascia agli azionisti la possibilità di scegliere tra modalità di vendita delle proprie azioni diverse, non contrasta direttamente gli obiettivi dell'offerta ma si limita a configurare un'alternativa alla stessa" e "un passaggio in assemblea di tale accordo, prima della sua stipula, avrebbe invitato gli azionisti ad esprimersi su un atto avente natura preliminare e che prefigura un'operazione che sarà loro rivolta in modo tale che saranno comunque essi a determinarne l'esito".

La soluzione adottata dalla Consob appare equilibrata, inquadrando il problema nella corretta prospettiva della simmetria fra offerente e società bersaglio: infatti, ad entrambi tali soggetti va riconosciuto il diritto a presentare, rispettando gli obblighi di trasparenza e correttezza, le rispettive proposte, sulla cui validità la decisione finale spetta agli azionisti.³⁶

³⁶ Da queste premesse sembra muovere SPAVENTA, *op. cit.*, p. 251, secondo cui "l'annuncio è ammissibile, sempre che si tratti di progetto realistico e, salvo le autorizzazioni assembleari, fattibile: l'annuncio, che può trovare posto anche nel comunicato in cui l'emittente esprime la sua valutazione dell'offerta (art. 103 del TUF e art. 39 del regolamento), deve naturalmente rendere chiaro che solo di progetto si tratta".

2.3) Condizioni di efficacia dell'offerta

La vicenda della Telecom ha consentito alla Consob di chiarire i dubbi riguardanti le condizioni di efficacia dell'offerta. In particolare, i problemi emersi concernevano due aspetti: da una parte la possibilità di sottoporre a condizioni l'intenzione stessa di lanciare l'offerta, dall'altra l'indicazione del quantitativo minimo di azioni accettate per considerare valida l'offerta.

Della prima questione si è già detto: inizialmente la Consob aveva censurato il comunicato dell'Olivetti proprio perché subordinava a condizioni l'intenzione stessa di promuovere l'offerta. Viceversa, come precisato nella comunicazione del 27 febbraio 1999³⁷, è possibile fissare condizioni che incidano sull'efficacia dell'offerta, purché il loro verificarsi non dipenda dalla mera volontà dell'offerente.³⁸ Tale divieto è da leggersi in relazione con l'affermazione, contenuta nello stesso documento, secondo cui la "comunicazione, deve costituire una manifestazione di volontà certa e non la semplice manifestazione di una intenzione subordinata all'avverarsi di fatti connessi alla possibilità di procacciarsi mezzi per compiere la scalata".

Più delicata è la questione riguardante la possibilità di fissare un quantitativo minimo di accettazione, di cui l'Olivetti si è avvalsa, nel corso dell'opa, in modo piuttosto articolato.

Infatti, inizialmente l'offerente aveva indicato il quantitativo minimo nel 67% del capitale ordinario di Telecom, salva la facoltà di accettare un quantitativo di azioni inferiore. Successivamente, la Consob ha ricevuto una nota da parte di Telecom, nella quale si richiedeva di "assumere le decisioni necessarie per rendere chiaro al mercato che l'offerente potrà formulare un credibile piano industriale solo nel presupposto che riesca ad acquistare tante azioni che gli assicurino di disporre della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea" della società bersaglio.³⁹

³⁷ *Comunicazione n. DIS/99013832* del 27-2-1999, cit.

³⁸ Cfr. comma 1 dell'art. 40 del regolamento Consob: "l'efficacia dell'offerta non può essere sottoposta a condizioni il cui verificarsi dipende dalla mera volontà dell'offerente"; la comunicazione fa riferimento al vecchio art. 8, il cui testo era identico a quello riportato. Peraltro, secondo l'ASSONIME, *Circolare*, cit., p. 42, "la disposizione regolamentare, in apparenza pleonastica visto quanto dispone in via generale l'art. 1335 c.c. sulla condizione meramente potestativa, sembra mirata ad evitare revoche surrettizie dell'offerta".

³⁹ *Comunicazione n. DIS/99017019* dell'11-3-1999, consultabile sul sito www.consob.it. Un estratto è stato pubblicato su *Consob informa*, n. 11 del 15 marzo 1999.

Ragione alla base della nota è, secondo l'autorità di vigilanza, il problema interpretativo concernente l'art. 212 TUF, che dichiara decadute le clausole contenenti limiti al possesso azionario nelle società privatizzate, quando tali limiti siano superati a seguito di opa totalitaria o preventiva. In particolare, i dubbi riguardavano la possibilità per Olivetti di detenere una partecipazione superiore al limite del 3%, a meno che non riuscisse ad acquisire, attraverso l'opa, una quota superiore al 50% delle azioni ordinarie, come previsto dallo statuto di Telecom.⁴⁰

Nel suo comunicato, la commissione si dichiara incompetente in merito alla questione, in quanto materia devoluta alla giurisdizione ordinaria, ma intende occuparsi degli aspetti che rientrano nel suo compito di "assicurare che siano rese al mercato con tempestività e completezza informazioni tali da consentire un fondato giudizio sull'offerta". Pertanto, precisa che l'esistenza di incertezze interpretative sul punto, suscettibili di incidere sugli effetti dell'offerta, dev'essere portata a conoscenza del mercato e si riserva di richiedere precisazioni sui criteri con cui l'offerente, alla luce del suo piano industriale e finanziario, intende esercitare la riserva di accettazione di adesioni inferiori al 67%.

La richiesta delle debite precisazioni è avvenuta con un comunicato stampa del 1° aprile 1999.⁴¹ A seguito di ciò, l'Olivetti ha indicato che la facoltà di accettazione sarebbe stata esercitata per un quantitativo di azioni "tale da consentire l'effettivo controllo sulla gestione di Telecom e delle sue controllate ai fini della realizzazione del piano industriale annunciato al mercato", individuato nel 35%.⁴²

Da notare che la Consob ha obbligato l'offerente a precisare il quantitativo minimo "prima dell'assemblea convocata dall'emittente per autorizzare provvedimenti di difesa, quando il documento di offerta non era stato ancora presentato".⁴³

⁴⁰ Tuttavia, in linea di principio non sembrerebbero esservi difficoltà a ritenere prevalente la norma del TUF, in quanto successiva e facente espresso riferimento a clausole come quella dello statuto della Telecom.

⁴¹ Riportato in *Consob informa*, n. 14 del 6 aprile 1999.

⁴² L'espressione, tratta dal documento d'offerta, è riportata da PICONE, *op. cit.*, p. 49, alla nota 121. Nella pagina precedente, lo stesso Autore ritiene che la fissazione di un duplice quantitativo di adesioni contribuisca a ridurre efficacemente la discrezionalità dell'offerente.

⁴³ V. SPAVENTA, *op. cit.*, p. 250.

La linea di pensiero seguita dalla commissione sembra corretta, in quanto rappresenta un apprezzabile modo di conciliare la tutela degli aderenti, affidata all'irrevocabilità dell'offerta, con la possibilità dell'offerente di accettare soltanto un risultato che gli consenta di raggiungere i propri obiettivi; tutto ciò avviene contemperando i due interessi contrapposti attraverso i criteri della trasparenza e della correttezza, ossia gli aspetti del principio della buona fede più idonei a trovare applicazione nel settore finanziario.

2.4) Strumenti finanziari offerti come corrispettivo dell'offerta e obbligo di opa "a cascata"

Altra situazione dubbia che si è prospettata per la prima volta in occasione della vicenda Telecom è la possibilità che una parte del corrispettivo delle azioni oggetto dell'offerta sia costituito da obbligazioni appositamente emesse (nella fattispecie obbligazioni Tecnost) e quindi non ancora negoziate al momento della presentazione dell'offerta: nel caso in esame, ciò appariva in contrasto con l'attuale art. 47, comma 2, del regolamento Consob, secondo cui "il corrispettivo può essere costituito da strumenti finanziari se quotati in un mercato regolamentato in un paese dell'Unione Europea".

Anche su questo aspetto la commissione di vigilanza si è pronunciata, molto laconicamente, in un suo comunicato.⁴⁴ Da esso emerge subito che il punto fondamentale è stabilire in quale momento sia necessario che abbia luogo la negoziazione prevista dal predetto art. 47. Per determinarlo, la Consob individua la *ratio* della norma nell'esigenza di garantire agli aderenti all'offerta la liquidabilità del corrispettivo, con la conseguenza che l'effettiva negoziabilità si richiede al momento della ricezione degli strumenti stessi: "si ritiene sufficiente che gli strumenti finanziari offerti in cambio siano al tempo dell'offerta ammessi alla quotazione e che siano effettivamente negoziabili nel momento in cui l'aderente all'offerta li riceve in corrispettivo di quelli consegnati all'offerente".⁴⁵

⁴⁴ *Comunicazione n. DIS/99012964* del 24-2-1999, reperibile sul sito www.consob.it.

⁴⁵ Ulteriori considerazioni sono espresse da SPAVENTA, *op. cit.*, p. 250 s., secondo cui l'interpretazione letterale della norma farebbe propendere per la negoziabilità al momento della presentazione dell'offerta, ma avrebbe il duplice difetto di ostacolare un'opa possibile solo attraverso l'emissione di nuovi strumenti finanziari e di essere facilmente eludibile ammettendo in anticipo a quotazione una quantità minima di strumenti. Lo stesso Autore precisa che "l'intento dell'art. 47.2 è palesemente quello di garantire la negoziabilità (che è condizione

Come si è avuto modo di anticipare, le modifiche apportate al regolamento Consob dalla delibera n. 12745/2000 hanno riguardato anche il problema appena esaminato. Ora la lett. b) dell'art. 37, comma 1, richiede che al momento della presentazione dell'offerta sia stata deliberata la convocazione dell'assemblea necessaria per l'emissione degli strumenti finanziari; quindi, l'emissione può avvenire successivamente.

Inoltre, il nuovo comma 2 dell'art. 47, come modificato dalla delibera n. 13086/2001, richiede la semplice ammissione a quotazione degli strumenti, risultando in linea con la *ratio* di garantire la negoziabilità più che l'effettiva negoziazione dei titoli. E' da ritenersi che tale condizione, naturalmente, debba verificarsi al momento della ricezione, come corrispettivo, da parte degli aderenti all'offerta.

Nello stesso documento, è stato affrontato anche il delicato problema dell'eventuale obbligo di promuovere un'opa sulla TIM, società controllata dalla Telecom, qualora l'Olivetti ne avesse acquisito il controllo per effetto di una partecipazione indiretta, ai sensi dell'art. 45 del regolamento Consob (c. d. opa "a cascata").

La disposizione appena citata precisa che, affinché si abbia partecipazione indiretta, il patrimonio della società controllata deve essere "costituito in prevalenza da partecipazioni in società quotate".

Il comma 3 dell'articolo subordina quest'ultima circostanza al verificarsi di almeno una delle due condizioni seguenti:

- che il valore contabile delle partecipazioni rappresenti più di un terzo dell'attivo della partecipante e sia superiore ad ogni altra immobilizzazione iscritta nel bilancio di tale società;

- che il valore attribuito alle partecipazioni costituisca la componente principale e sia quantificabile in almeno un terzo del prezzo d'acquisto delle azioni della partecipante.

Nella fattispecie, la Consob ha incentrato la propria analisi sulla seconda condizione, identificando per prima cosa il "prezzo d'acquisto" delle azioni in quello dell'offerta. Rispetto ad esso, il "valore attribuito" è il risultato di un calcolo operato dall'offerente teso a quantificare la parte di corrispettivo da riconoscere alle partecipazioni; in mancanza di un dato espresso, tale calcolo

necessaria ma non sufficiente per la liquidità) degli strumenti finanziari che l'aderente all'offerta riceve in cambio delle azioni.

dovrà essere ricostruito in maniera induttiva, “avendo riguardo ai criteri generalmente seguiti in simili casi dagli analisti finanziari e dagli operatori di mercato”.

Nel caso in esame, la commissione ha individuato come criterio risolutore il confronto tra il valore corrente delle partecipazioni da una parte e quello sia del complesso delle attività sia degli altri rami d'azienda della partecipante dall'altra, al fine di verificare il ricorrere delle due predette condizioni; la conclusione raggiunta è che nessuna di queste ultime risulta ricorrere.

Il ragionamento seguito dalla Consob, che si articola in una serie di complesse operazioni di valutazione⁴⁶, sembra individuare correttamente i termini della questione, riconoscendo la giusta importanza ai vari elementi che possono influire sul criterio della prevalenza. In particolare, appare apprezzabile il riferimento ai singoli segmenti di attività (nel caso di specie, presumibilmente, soprattutto la telefonia fissa e quella mobile).

⁴⁶ “Ad avviso della Commissione, nella fattispecie in esame, un corretto procedimento di valutazione dovrebbe articolarsi secondo le seguenti fasi:

a) determinazione del valore di patrimonio netto corrente attribuibile a *[società controllante]* applicando alle sue azioni ordinarie e di risparmio rispettivamente l'ipotizzato prezzo di OPA ed un valore corrente di mercato;

b) determinazione del valore corrente delle attività di *[società controllante]* al lordo dell'indebitamento complessivo;

c) determinazione del valore corrente degli investimenti in emittenti quotati utilizzando prezzi medi di mercato incrementati, per le azioni ordinarie che attribuiscono il controllo indiretto, di un congruo premio di maggioranza;

d) determinazione a valori correnti delle altre attività direttamente riconducibili a specifici settori di attività;

e) determinazione, per differenza, del valore attribuibile al settore *[industriale oggetto di attività dirette da parte della società controllante]*

Il procedimento di cui sopra è stato realizzato utilizzando quale valore corrente per gli investimenti in partecipazioni quotate la media dei prezzi di borsa degli ultimi tre mesi (considerata meglio rappresentativa, rispetto a valori puntuali, dell'andamento del mercato) e quale premio di maggioranza la percentuale del 15%”.

2.5) Obblighi di trasparenza e di correttezza e poteri interdittivi e sanzionatori della Consob

L'ultima problematica direttamente affrontata dalla Consob riguarda una serie di profili riconducibili all'elemento comune del rispetto degli obblighi di trasparenza e correttezza nei comportamenti posti in essere da offerente e società *target*, in ordine ai quali la commissione stessa dispone di taluni poteri interdittivi e sanzionatori.

L'autorità di vigilanza si è pronunciata, innanzitutto, sulle modalità di svolgimento di indagini di mercato e di diffusione di materiale pubblicitario.

Con riferimento ad entrambe le fattispecie, il documento elaborato⁴⁷ ribadisce la necessità di rispettare i due principi generali sopra richiamati, ritenendo applicabile ad eventuali dichiarazioni sull'offerta l'attuale art. 41 del regolamento. Quest'ultimo prevede che dichiarazioni e comunicazioni diffuse sull'offerta siano "ispirate ai criteri di chiarezza, completezza e conoscibilità da parte di tutti i destinatari" e individua l'unico strumento da utilizzare per le dichiarazioni in un comunicato da trasmettere contestualmente al mercato e alla Consob, la quale non ha poteri sul comunicato stesso; peraltro, quest'ultimo può, secondo la commissione, essere diffuso attraverso avvisi a pagamento.

In merito ai messaggi pubblicitari, viene anche precisato che le opinioni in essi espresse "devono fondarsi su dati oggettivi e completi (di cui deve essere precisata la fonte)" e non devono riguardare terzi o eventi futuri ed incerti; è poi opportuno, qualora si diffondano dati o notizie sull'offerta, rinviare al documento d'offerta. Inoltre, viene sottolineato come la pubblicità televisiva, data la sua natura sintetica e suggestiva, non sembri compatibile con l'art. 41.

Successivamente, la Consob è tornata sul tema degli annunci pubblicitari con un comunicato del 5 maggio 1999.⁴⁸ In esso, la commissione coordina la disciplina regolamentare con quella del TUF, che prevede come modalità di diffusione delle informazioni soltanto comunicazione e documento d'offerta per l'offerente e un apposito comunicato per l'emittente: ne consegue che eventuali comunicazioni successive, oltre a rispettare l'art. 41 del

⁴⁷ *Comunicazione n. DIS/99025213* dell'1-4-1999, sul sito www.consob.it.

⁴⁸ Pubblicato per estratto su *Consob informa*, n. 19 del 10 maggio 1999.

regolamento, debbano necessariamente riferirsi espressamente ai predetti documenti, senza contenere ulteriori valutazioni, con essi non coerenti. La commissione si esprime nei seguenti termini: “E’ perciò consentito diffondere mediante mezzi di comunicazione di massa messaggi che riportino in sintesi o per estratto parti del documento d’offerta o del comunicato dell’emittente; come pure è consentito esprimere valutazioni. Ciò però solo a condizione che la sintesi operata non distorca il contenuto informativo di quanto già diffuso con i precedenti atti tipici di comunicazione e che le valutazioni non siano espresse in termini o con modalità suggestive”.⁴⁹

Altri comportamenti dubbi sotto il profilo della trasparenza e della correttezza hanno riguardato la diffusione di notizie, da parte di un’agenzia di stampa e le cui fonti erano state indicate in soggetti vicini all’Olivetti, circa la percentuale di adesione all’opa. La Consob è dovuta intervenire in due occasioni ⁵⁰, la seconda delle quali in seguito ad una richiesta di sospensione dell’opa, avanzata dalla Telecom; in entrambi i casi la società di Ivrea si è dichiarata estranea al rilascio di tali informazioni.

In entrambi i casi l’organo di vigilanza ha invitato l’offerente ad astenersi dal diffondere notizie sull’andamento dell’opa non suffragate da dati certi e verificabili, ma basate su analisi ed ipotesi; inoltre, ha fatto uso del potere di richiedere informazioni, attribuitogli dall’art. 41, invitando l’Olivetti a comunicare i dati in proprio possesso circa i fondi che, stando alle notizie, avevano conferito mandato per l’adesione all’offerta. In merito alla richiesta di sospensione, la Consob ha espresso “la più viva deplorazione per la diffusione di notizie di fonte anonima, quando esse possono produrre turbativa di mercato”, ma, pur avendo “già promosso accertamenti istruttori in merito”, non ha ritenuto che sussistessero “elementi sufficienti ad assumere un provvedimento di sospensione dell’offerta”.

Infine, comportamento su cui la Commissione non sembra aver attivato appieno i propri poteri è stata la vendita, da parte di Olivetti, di azioni Telecom in proprio possesso, in concomitanza con l’aumento del prezzo d’offerta. Un’operazione del genere era suscettibile di violare la norma di

⁴⁹ Sulla lacuna del TUF, che non disciplina la pubblicità con riferimento all’opa, v. SPAVENTA, *op. cit.*, p. 253, il quale propone un’estensione della normativa prevista per la sollecitazione all’investimento, sia pur con gli opportuni adattamenti, attraverso un’apposita disposizione regolamentare o, meglio, legislativa.

⁵⁰ V. *Consob informa*, n. 21 del 24 maggio 1999.

correttezza, posta dall'art. 42 del regolamento, che impone ad offerente ed altri soggetti interessati di non eseguire "operazioni sul mercato volte a influenzare le adesioni all'offerta", in quanto alla vendita era seguito un ribasso del prezzo delle azioni; inoltre, non era stato assolto l'obbligo di trasparenza previsto dall'art. 41, comma 1, lett. b), che richiede la comunicazione entro la giornata delle operazioni di acquisto e vendita di strumenti finanziari oggetto d'offerta, da parte dei soggetti interessati, alla Consob ed al mercato.⁵¹

E' da rilevare come proprio in relazione a comportamenti del genere il regolamento Consob si riveli inadeguato. Infatti, esso prevede un solo potere interdittivo, cioè la sospensione o la dichiarazione di decadenza dell'offerta, a seconda che vi sia un fondato sospetto o la certezza della violazione di disposizioni legislative o regolamentari sullo svolgimento dell'opa; tuttavia, in casi come quello di operazioni volte ad influenzare le adesioni, risulta necessario accertare l'intenzionalità del comportamento, cosa piuttosto difficile. Non particolarmente efficaci sono, poi, le sanzioni, di carattere esclusivamente pecuniario e di applicazione non immediata; inoltre, non viene data pubblicità né alla loro proposta, né alla loro applicazione.⁵²

E' da ritenersi che vicende come quelle descritte abbiano suggerito le modifiche apportate dalla Consob all'art. 41 con la delibera n. 13086/2001. Ora viene precisato che "le dichiarazioni e le comunicazioni diffuse sull'offerta indicano il soggetto che le ha rese" e che "ogni messaggio in qualsiasi forma diffuso avente carattere promozionale relativo all'offerta ovvero inteso a contrastare un'offerta deve essere riconoscibile come tale"; inoltre, le informazioni contenute in quest'ultimo "sono espresse in modo chiaro, corretto e motivato, sono coerenti con quelle riportate nella documentazione già diffusa e non inducono in errore circa le caratteristiche dell'operazione e degli strumenti finanziari coinvolti". Come si vede, buona parte dei chiarimenti formulati dalla Consob in occasione dell'opa Telecom sono stati recepiti in sede regolamentare.

⁵¹ Sulla vicenda v. CISNETTO, *op. cit.*, p. 136 s.

⁵² Le riflessioni sono di SPAVENTA, *op. cit.*, p. 252 s.

2.6) Il *leveraged buy-out*

Infine, va segnalata una questione importante, emersa nel corso dell'opa ma non affrontata in maniera significativa, ossia il presunto ricorso al *leveraged buy-out* da parte di Olivetti.

In questa sede è chiaramente impossibile dirimere i dubbi sulla liceità di tale modalità di acquisizione.⁵³ Secondo parte della dottrina, essa violerebbe l'art. 2358 c.c., che vieta alle società di fornire garanzie per l'acquisto delle proprie azioni, ponendo in essere un negozio in frode alla legge; tuttavia, almeno secondo la dottrina prevalente, a consentire una tale valutazione è la circostanza che, una volta acquisita, la società bersaglio venga incorporata in quella che ne è divenuta la controllante, garantendo con il proprio patrimonio la restituzione dei prestiti ricevuti da quest'ultima. Quindi, affinché la fattispecie fosse integrata nel caso di specie, sarebbe stata necessaria la fusione tra Tecnost e Telecom, mai avvenuta.

Sembra invece opportuno limitarsi a rilevare come l'ottica più corretta in cui inquadrare problemi di questo tipo appaia quella segnalata dalla Consob sulle questioni giuridicamente controverse, cioè l'obbligo, per gli interessati, di segnalare le incertezze interpretative ai potenziali aderenti all'offerta, conformemente ai principi di trasparenza e correttezza. Infatti, come già segnalato in precedenza, è stato questo l'orientamento seguito dalla Consob riguardo ai dubbi sulla decadenza dei limiti al possesso azionario nelle società privatizzate.

Inoltre, forse sarebbe stato opportuno esigere maggiori chiarimenti sulle reali intenzioni dell'Olivetti in ordine all'eventuale fusione anche in relazione al piano industriale, nel senso che tale operazione rappresentava una delle possibili soluzioni per il forte indebitamento successivo all'opa. La società avrebbe dovuto precisare se ci fosse la possibilità di un futuro perfezionamento del *leveraged buy-out* o, in alternativa, in quali altri modi il problema dell'indebitamento sarebbe stato risolto.

Del resto, gli avvenimenti successivi all'opa, culminati nel passaggio di Olivetti e Telecom ad una cordata capeggiata dalla Pirelli, inducono a pensare

⁵³ Per una completa ricostruzione della dottrina e della giurisprudenza in materia si rimanda a BRUNO, *Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale*, sul sito <http://www.archivioцерadi.luiss.it>.

che una maggiore trasparenza avrebbe forse suggerito un comportamento diverso a vari investitori.