

Giulio Sandrelli

**I “MOMENTI” DELL’OPA
E DELLA SUA PREPARAZIONE:
LEGGE DEL CONTRATTO
E LEGGE DEL MERCATO**

Estratto

GIULIO SANDRELLI *

I “momenti” dell’opa e della sua preparazione: legge del contratto e legge del mercato

SOMMARIO: 1. Premessa. I “momenti” dell’opa. — 2. La comunicazione di offerta: sua funzione. — 3. (*Segue*): Natura non contrattuale della comunicazione di offerta; sua ritrattabilità. — 4. Alcune conseguenze dell’impostazione adottata. — 5. (*Segue*): Le “pre-condizioni” dell’offerta. — 6. Responsabilità civile dell’offerente in relazione alla comunicazione di offerta. — 7. Dichiarazioni precedenti alla comunicazione di offerta. Il “pre-annuncio” di opa. — 8. (*Segue*): Obblighi e responsabilità inerenti la dichiarazione di “pre-annuncio”.

1. Guardando al fenomeno e alla disciplina, anche europea, dell’offerta pubblica di acquisto, se ne coglie la frammentazione in diversi e successivi “momenti” tra loro concatenati. Si è allora tentati di ravvisare nell’opa (sia essa volontaria o obbligatoria e su qualunque tipo di prodotto finanziario) una fattispecie (unica) *a formazione progressiva*: ciascuno degli anelli della catena — in sé isolabile e dotato di autonomo rilievo giuridico — concorre a completare un ciclo organico, rimanendo poi assorbito nell’effetto finale ⁽¹⁾.

In verità — come vedremo — questa lettura “unitaria” può apparire forzata, se si realizza che le singole fasi in cui l’opa si articola sono sì concatenate e necessarie l’una per l’altra, ma al contempo non perdono la propria

(*) Professore associato di diritto commerciale nell’Università degli Studi “Roma Tre”.

(1) Cfr. A. FALZEA, *La condizione e gli elementi dell’atto giuridico*, Milano, 1941, rist. inalt., Napoli, 1999, 179 ss.: « la formazione successiva [di una fattispecie] ricorre unicamente quando l’ordinamento giuridico intervenga a considerare le singole fasi attraverso le quali si forma l’atto, in modo che tali fasi vengano dotate di autonoma rilevanza giuridica »; « gli effetti delle singole fasi intanto hanno una funzione specifica nel processo di formazione successiva in quanto servono a preparare l’effetto finale. È chiaro quindi che questa funzione cessa non appena l’effetto finale subentra » (*ivi*, 182 s.). L’Autore chiariva il concetto ponendolo a confronto con il *procedimento*, dove invece « [l]a situazione giuridica finale (...) non scaturisce dall’insieme degli atti, (...) ma è prodotta soltanto dall’ultimo atto della serie ».

autonomia di rilevanza e di effetti giuridici, indipendentemente dal fatto che l'intero processo si sia (oppure no) completato.

Nell'impianto della disciplina italiana — la quale si muove in una cornice di regolamentazione europea che lascia ampio margine di manovra alle scelte dei legislatori nazionali ⁽²⁾ — è chiara la scansione di ogni offerta, sia essa volontaria od obbligatoria, in tre fasi *necessarie* poste in sequenza ⁽³⁾:

(i) quella preliminare, che prende avvio dalla comunicazione all'autorità di vigilanza e al mercato della *decisione* di promuovere un'offerta, oppure del sorgere del relativo *obbligo* (cfr. art. 102, comma 1, TUF) ⁽⁴⁾. La comunicazione in questione (di poi, la "comunicazione di offerta") è doverosa, e la relativa omissione è anche assistita da sanzione amministrativa ai sensi dell'art. 192, comma 1;

(ii) quella istruttoria, che prende avvio dalla c.d. *promozione* dell'offerta, e cioè dalla presentazione alla Consob del documento di offerta destinato alla pubblicazione (art. 103, comma 3, TUF). Questa fase è connotata da un limite temporale specifico, perché la presentazione del documento di offerta deve avvenire entro 20 giorni dalla comunicazione di offerta ⁽⁵⁾. Anche l'omessa promozione dell'offerta nei termini è sanzionata *ex art.* 192, comma 1, e a ciò si aggiunge la previsione di un divieto — sulla cui natura e funzione tornerò in seguito — di promuovere un'ulteriore offerta avente a oggetto prodotti finanziari del medesimo emittente nei successivi 12 mesi;

(iii) la fase istruttoria si conclude, entro i termini procedurali stabiliti dalla legge ⁽⁶⁾, con la *approvazione* del documento di offerta e con la *pubblicazione* dello stesso a cura dell'emittente. A tale fase fa seguito quella

⁽²⁾ In termini strettamente procedurali, la Direttiva 2004/25/CE (di poi, "Direttiva OPA") stabilisce pochi "paletti" applicabili a tutte le opa: l'obbligo di rendere immediatamente pubblica la decisione di promuovere l'offerta (art. 6, par. 1); l'obbligo di sottoporre preventivamente all'approvazione dell'autorità di vigilanza il documento di offerta; l'obbligo di comunicarlo all'emittente e ai rappresentanti dei lavoratori (art. 6, par. 2); l'obbligo di dare pubblicità all'offerta in forme adeguate (art. 8); l'obbligo di pubblicare il comunicato dell'emittente (art. 9, par. 5). Sono inoltre previsti termini minimi e massimi per il periodo di adesione (art. 7, par. 1).

⁽³⁾ Per un inquadramento simile a quello proposto nel testo v., ad esempio, P. BENAZZO, *Le opa volontarie*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera - G. Presti, Bologna, 2020, 1363 ss.

⁽⁴⁾ Si tratta di norma applicabile a tutte le opa, come definite nel Testo Unico (e quindi con esclusione delle fattispecie *de minimis* esenti *ex art.* 1, comma 1, lett. *t*)), indipendentemente dalla loro natura volontaria od obbligatoria, nonché indipendentemente dal prodotto finanziario che ne forma oggetto.

⁽⁵⁾ Anche tale fase, come la precedente, è applicabile a tutte le opa diverse da quelle *de minimis*.

⁽⁶⁾ I quali variano (15 o 30 giorni) in funzione dell'oggetto e del corrispettivo dell'opa, possono estendersi in funzione del termine necessario per l'ottenimento di autorizzazioni di altre autorità (nel qual caso, la Consob è tenuta ad approvare il documento d'offerta entro cinque giorni dalla comunicazione delle autorizzazioni stesse) e sono naturalmente sospensibili in

del periodo di adesione (e quindi dell'offerta vera e propria, che diviene a quel punto "accettabile" dai suoi destinatari), il cui avvio è rimesso alla discrezionalità dell'offerente (7). Chiuso il periodo di offerta, si procede con il regolamento del corrispettivo (8) (9).

Come si vede, sono diversi e scanditi nel tempo i momenti nei quali l'offerente comunica agli oblati informazioni riguardanti i contenuti dell'offerta. Ora, tali contenuti raggiungono gradi progressivi di specificazione, e passano il vaglio dell'autorità di vigilanza in modi e tempi diversi. Per fare alcuni primi esempi, il contenuto della comunicazione di offerta contiene *solo* gli elementi indicati dal Regolamento Emittenti (in passato l'art. 102 TUF faceva più generico riferimento agli « elementi essenziali » dell'offerta), e diviene soggetto al controllo della Consob solo *dopo* la sua diffusione, nell'ambito dei poteri di "vigilanza informativa" a tutela *del mercato* (10). Per converso, i contenuti del documento di offerta sono analitici e rispondono a un principio di completezza (funzionale a consentire *ai destinatari dell'opa* di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta: cfr. art. 102, comma 4) ed è, in quest'ottica, pubblicato solo previo completamento di uno specifico procedimento autorizzativo.

Questa particolare articolazione del regime normativo applicabile all'opa riflette la poli-funzionalità della sua disciplina, che guarda tanto al

funzione delle esigenze di supplemento informativo e istruttorio che sia richiesto dall'autorità. Cfr. art. 102, comma 4, TUF.

(7) Nell'art. 102, commi 4 e 4-bis, TUF sono disciplinati i termini di approvazione del documento di offerta. La deliberazione Consob n. 11971/1999 (di poi, "Regolamento Emittenti" o "RE") non stabilisce un termine per la pubblicazione del documento di offerta. Invece, l'art. 40, comma 5, RE, prevede che il periodo di adesione non possa iniziare prima che siano trascorsi cinque giorni da tale pubblicazione ovvero, nel caso in cui il documento di offerta comprenda già il comunicato dell'emittente, prima del giorno di pubblicazione.

(8) La disciplina non prevede termini per tale adempimento, che appare dunque rimesso alla piena discrezionalità dell'offerente. Se la prassi conosce termini di regolamento nell'intorno dei cinque giorni di mercato aperto (funzionali al rispetto del *settlement* a T+2 o T+3 nel mercato regolamentato), si registrano talora termini di pagamento molto più lunghi, che possono essere legati alla previsione di meccanismi di corrispettivo differito (ad es., *earn-out*).

(9) Il procedimento di offerta può poi arricchirsi di ulteriori fasi *eventuali* come, ad esempio, la riapertura obbligatoria dei termini nei particolari casi previsti dalla disciplina regolamentare (art. 40-bis RE), l'esecuzione del diritto e/o dell'obbligo di acquisto nel caso in cui si tratti di offerte su « titoli » (ex art. 101-bis, comma 2, TUF) e ricorrano i presupposti degli artt. 108 e 111 TUF, la procedura speciale per le offerte concorrenti (art. 44 RE) e così via.

(10) Cfr. sia l'art. 102, comma 7 TUF (che rinvia ai poteri di assunzione d'informazioni ex art. 115 TUF, poteri dunque estesi anche nei confronti di soggetti diversi dagli emittenti e dai loro esponenti e partecipanti al capitale), sia l'art. 103, comma 2 (che estende nei confronti degli offerenti e delle persone che agiscono di concerto con essi il potere della Consob di richiedere la diffusione al pubblico di notizie e documenti ritenuti necessari per l'informazione al pubblico: art. 114, comma 5).

Eccezionale, come meglio vedremo in seguito, è l'attivazione di poteri informativi della Consob *prima* della emissione della comunicazione ex art. 102, comma 1, in presenza di indiscrezioni e irregolarità, come previsto nell'art. 102, ultimo comma, TUF.

campo privatistico-negoziale (la conclusione di contratti di vendita o permuta di prodotti finanziari), quanto all'ambito pubblicistico di regolamentazione del mercato di tali prodotti e tutela del suo corretto funzionamento ⁽¹¹⁾; a ciò si aggiunge — ma soltanto per alcune tipologie di opa — una ulteriore funzione di regolamentazione del controllo *societario*, in relazione a percepiti fallimenti del mercato in quest'ambito ⁽¹²⁾.

Ora, tali prospettive emergono volta a volta nei singoli momenti nei quali l'opa si articola; ma ciò avviene con “pesi” e combinazioni diversi, giacché istanze di mercato e istanze negoziali non sempre sono (e non hanno ragione di essere, come vedremo) compresenti allo stesso modo in tutti quei momenti. Con la conseguenza che, anzitutto sul piano interpretativo, occorre evitare di attribuire una valenza (e una disciplina) negoziale a obblighi, adempimenti e vincoli che, invece, assolvono una funzione prevalentemente rivolta alla regolamentazione del mercato.

Si tratta di un esercizio di discernimento tutt'altro che facile. Ogni comunicazione *agli oblati* (destinatari della proposta negoziale) è sempre — per forza di cose, oltre che per espressa previsione di legge (cfr. art. 102, comma 1, TUF, art. 36 RE) — una comunicazione all'intero mercato ed è quindi destinata a incidere sulla posizione dell'emittente, dei portatori di strumenti finanziari diversi da quelli degli oblati, nonché di altri *stakeholders*; soggetti, tutti questi, per i quali è tendenzialmente esclusa una relazione di tipo negoziale con l'offerente. Lo stesso termine “offerta” viene talora riferito all'offerta vera e propria, intesa quale proposta contrattuale rivolta ai destinatari e da questi accettabile (ciò che in sostanza avviene nella terza fase sopra ricordata), talora invece riferito all'intera sequenza di fasi riguardate dalle norme sull'opa, e quindi fin dalla comunicazione di offerta *ex art.* 102,

⁽¹¹⁾ In tale prospettiva, v. R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo - G.B. Portale, 10^{**}, Torino, 368 ss., il quale osserva come la disciplina civilistica della vendita si preoccupi prevalentemente di tutelare il compratore, mentre quella delle opa è indirizzata a proteggere i venditori (l'Autore rileva, poi, ulteriori ambiti di disciplina “interferente”, come quelli della concorrenza e della tutela di *stakeholders* diversi dagli azionisti). Il punto è ripreso recentemente da P. BENAZZO (nt. 3), 1346 s., il quale pone in luce gli ambiti e le ragioni della inadeguatezza delle regole di diritto comune, traendone poi conseguenze sul piano ermeneutico (1348 ss.). V. anche, in argomento, F.M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, fondato da V. Buonocore, diretto da R. Costi, Torino, 2014, 2 s.

⁽¹²⁾ Ciò posto in linea generale, nel seguito del presente lavoro si farà prevalente riferimento alle offerte riguardanti i « titoli », come definiti nell'art. 101-*bis*, comma 2, TUF. Si segnala, inoltre, che quanto si dirà nel seguito di questo contributo con riferimento alle opa è da intendersi esteso tanto alle offerte di acquisto, quanto a quelle di scambio (ops), o miste di acquisto e scambio (opas), fermi gli specifici cenni che si faranno in relazione a queste due ultime fattispecie.

comma 1, TUF, quando ancora una proposta suscettibile di accettazione da parte degli oblati non è stata formulata ⁽¹³⁾.

Sono evidenti le conseguenze che derivano dall'adozione delle diverse opzioni interpretative. Ad esempio, se si proietta il profilo *negoziale* sull'intera vicenda dell'opa, ciò equivale a far arretrare fino alla fase preparatoria dell'opa gli specifici presidi *civilistici* previsti dal Testo Unico (es.: irrevocabilità dell'offerta, disciplina delle condizioni apponibili, limiti alla modifica dei contenuti: cfr. art. 103, commi 1 e 4). Così facendo (e riprendo l'osservazione iniziale), l'opa viene a configurarsi come un'unica fattispecie a formazione progressiva, o addirittura un *procedimento*, nel quale singoli atti in sequenza finiscono per assumere rilievo come semplici determinanti di un effetto finale (l'offerta e la sua accettazione da parte degli oblati) ⁽¹⁴⁾.

Diversamente, se i presidi civilistici di cui sopra rimangono "confinati" alla fase della proposta contrattuale vera e propria (la terza fase sopra delineata), nelle prime due fasi l'offerente parrebbe beneficiare di maggiore "spazio operativo", non essendogli in linea di principio precluso, ad esempio, il ritiro del comunicato *ex art. 102*, comma 1, o la sua radicale modifica. Sul piano concettuale, non si ravvisa una mera sequenza di antecedenti e conseguenti, bensì una pluralità di fattispecie distinte che, sebbene concatenate, conservano autonomia di effetti indipendentemente dal perfezionamento di quelle successive.

Tali ambiguità di disciplina dell'opa, pur note da tempo, si sono manifestate nella prassi in epoca recente — anche in correlazione con la crescente diffusione di offerte volontarie ostili o "non concordate" — sollevando interrogativi di particolare rilievo applicativo (talora anche con decorso contenzioso): può l'offerente modificare o addirittura revocare l'operazione prima che il documento di offerta sia depositato, approvato dalla Consob e

⁽¹³⁾ Limitandosi alle norme del Testo Unico, si veda, nel primo senso, ad esempio, l'art. 102, comma 2 (sull'obbligo dell'organo amministrativo della società *target* di informare i rappresentanti dei lavoratori « non appena l'offerta sia stata resa pubblica », essendo qui chiaro che si parla della emissione del comunicato *ex art. 102*, e quindi ci si riferisce all'offerta come *procedimento*); nel secondo senso si veda, invece, l'art. 103, comma 3, sul comunicato dell'emittente, che deve contenere « ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta », cioè quella evidentemente completa di tutti i suoi elementi, come consacrata nel documento di offerta approvato dalla Consob.

⁽¹⁴⁾ V. ancora A. FALZEA (nt. 1), 191: « per la formazione successiva (...) l'ordinamento giuridico appresta una norma che considera la fattispecie complessa nella sua interezza, ed accanto le varie norme ausiliarie che prevedono le fattispecie singole, nelle quali si concretano i vari momenti del ciclo; per il procedimento non sussistono invece che le norme riguardanti le fasi della sequenza nella loro giuridica coordinazione ». Altri Autori non distinguono fra procedimento e fattispecie a formazione successiva: v. ad es. E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1952, rist. inalt., Napoli, 1994, 300, parlando di « [n]egozi congiunti da nesso di *continuità* o legame di *sequenza* » i quali « serbano ciascuno la propria fisionomia ed efficacia »; analogamente, in diritto pubblico, A. SANDULLI, *Il procedimento amministrativo*, Milano, 1940, 17 ss.

pubblicato? Che valenza hanno le “condizioni” apposte (già) in sede di comunicazione di offerta? Ne è possibile la modifica, la non riproposizione nel documento di offerta o la rinuncia dell’offerente ad avvalersene? E, ancora, estendendo lo sguardo: a quali vincoli si assoggetta colui che, antecedentemente alla comunicazione di offerta, preannunci che un’acquisizione in opa è allo studio e la decisione di procedere è subordinata al verificarsi di certi presupposti (ad esempio, una *due diligence* sulla società *target*)?

Simili questioni possono essere tra loro collegate dal filo rosso del binomio “contratto-mercato”, valutando la prevalenza dell’una o dell’altra dimensione nei vari momenti dell’opa. Sotto

questa impostazione di metodo, nel seguito di questo contributo si ripercorrono le fasi che caratterizzano l’opa, partendo da quelle tipizzate e necessarie, ed esaminando dunque anzitutto la comunicazione di offerta, in relazione con il successivo momento di promozione della stessa e con il suo svolgimento (paragrafi 2-6). Si guarderà poi ai momenti preparatori dell’opa che hanno carattere eventuale e non sono tipizzati dal legislatore e, in particolare, alle dichiarazioni dell’offerente precedenti alla comunicazione di offerta (paragrafi 7-8). Rinvio invece a un successivo studio l’analisi dei profili negoziali e di mercato connessi alla fase in cui l’offerta è stata pubblicata, con particolare riferimento alla modifica del suo contenuto.

2. È bene prendere le mosse dai dati di diritto positivo che caratterizzano il primo adempimento dell’offerente.

Sul piano dei *presupposti*, la comunicazione è dovuta quanto l’offerente ha *deciso* di promuovere un’opa ⁽¹⁵⁾, oppure quando è sorto l’*obbligo* di promuoverla. La disciplina di rango secondario precisa, inoltre, che l’offerente può effettuare la comunicazione in questione *solo dopo* essersi messo in condizione di adempiere agli obblighi di pagamento del corrispettivo (in denaro o in natura), o aver convocato l’organo competente a decidere l’emissione di prodotti finanziari offerti in scambio, se l’emittente di questi ultimi coincide con l’offerente (art. 37-*bis*, comma 1, RE). In forza di tale

⁽¹⁵⁾ Non si affronta qui compiutamente il tema del *quando* possa dirsi maturata, in base a criteri di imputabilità soggettiva, la decisione di promuovere un’offerta, da parte di una persona fisica oppure nell’ambito dell’organizzazione di un soggetto collettivo. Oltre a quanto osservato alla nota 20, rinvio, anche per riferimenti, a M. MAUGERI, *Offerta pubblica di acquisto e informazioni privilegiate*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 280 ss.; F.M. MUCCIARELLI (nt. 11), 63 ss.; A. MORELLO, *Il procedimento di offerta*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. Stella Richter jr, Torino, 2011, 53; M. TESEI, *Art. 102*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, 1235 s.; A. POMELLI, *Art. 102*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da V. Calandra Buonauro, Padova, 2020, 754 s. (e v. già R. WEIGMANN (nt. 11), 506 s.). Il tema si collega a quello della disciplina delle informazioni privilegiate nell’ambito delle opa, su cui v. fin d’ora, per un quadro d’insieme, M. SAGLIOCCA, *L’informazione societaria nelle fasi propedeutiche all’offerta pubblica di acquisto*, Padova, 2021, part. 57 ss., e su cui tornerò in seguito.

significativa precisazione ⁽¹⁶⁾, la fattispecie che dà luogo alla comunicazione di offerta viene così a comporsi di un presupposto *fattuale* (la decisione di promuovere l'opa o l'evento che determina l'opa obbligatoria) e di uno giuridico, consistente nell'assolvimento del predetto *obbligo* dettato dal Regolamento Emittenti ⁽¹⁷⁾.

Sul piano dei *contenuti*, quelli essenziali sono indicati in dettaglio dall'art. 37 RE. Essi includono, oltre all'indicazione degli elementi essenziali della futura offerta (offerente, oggetto, corrispettivo), anche informazioni su coloro che agiscono di concerto con l'offerente (e relative partecipazioni detenute nella *target*), sulle « motivazioni dell'offerta » (anche in vista di un eventuale *delisting*), sui procedimenti autorizzativi richiesti in relazione all'operazione. Torneremo più avanti sul tema delle « condizioni alle quali

⁽¹⁶⁾ Che trova fonte nella direttiva europea: cfr. art. 3, par. 1, lett. *e*). E v., in senso ancora più ampio, il § 2.7 del *Takeover Code* inglese: « [a]n offeror should announce a firm intention to make an offer only after the most careful and responsible consideration and when the offeror has every reason to believe that it can and will continue to be able to implement the offer ».

⁽¹⁷⁾ Nella prassi, con riferimento al corrispettivo in denaro, l'obbligo in questione si considera assolto quando l'offerente abbia sottoscritto il contratto in base al quale un intermediario finanziario emetterà la c.d. *cash confirmation*, o quanto meno un *commitment* di tale intermediario (condizionato a una pluralità di circostanze) all'emissione della garanzia.

In proposito, va distinto il caso di opa obbligatoria da quello di opa volontaria. Nel primo, A. POMELLI (nt. 15), 754, ritiene che l'obbligo di cui all'art. 37-bis RE non sia applicabile, perché « il soggetto obbligato sarebbe messo facilmente in condizione di eludere o ritardare l'adempimento dei propri obblighi trincerandosi dietro una perdurante incapacità di far fronte agli impegni di pagamento ». La comunicazione di annuncio dell'opa andrebbe dunque « effettuata in ogni caso senza indugio ». Tale conclusione non pare pienamente rispettosa del dato normativo, né delle esigenze di tutela del mercato che, nella valutazione del legislatore, impongono all'offerente di non condizionare le aspettative del mercato comunicando il lancio di un'opa in assenza di misure idonee a far fronte al pagamento del corrispettivo. Mi sembrerebbe allora doversi più rigorosamente concludere che l'offerente cada in violazione dell'art. 102 (e, potenzialmente, dell'art. 106) qualora non abbia *da subito* adottato le misure per far fronte al pagamento del corrispettivo; e ciò sia che egli abbia ritardato la comunicazione di superamento della soglia di rilevanza *ex art. 106 TUF* in attesa di adottare le misure di "copertura" del corrispettivo, sia che egli abbia tempestivamente effettuato tale adempimento comunicando, però, un'opa "scoperta". In termini concreti, ciò equivale ad affermare che l'offerente non può effettuare acquisti (o conseguire maggiorazioni di voto) rilevanti ai fini dell'art. 106 TUF senza aver posto in essere quelle azioni negoziali (con soggetti finanziatori e/o garanti) o societarie (convocazione dell'organo competente all'emissione dei prodotti finanziari da offrire in scambio) idonee ad assicurare il futuro pagamento del corrispettivo.

Se l'opa è volontaria, invece, potrebbe darsi che l'offerente abbia *deciso* di promuoverla, ma non sia in condizione di adempiervi, ad esempio perché non dispone ancora di impegni dei terzi finanziatori all'erogazione delle linee necessarie. In questa situazione intermedia, la comunicazione *ex art. 102 non* può essere effettuata, ma si apre uno spazio — che potremmo definire di pre-avvio dell'opa — nel quale l'offerente potrebbe *voler* comunicare anzitempo, all'emittente o al mercato, la propria decisione già formata di promuovere l'opa (o anche essere obbligato a tale comunicazione, se l'offerente è a sua volta soggetto alla disciplina delle informazioni privilegiate). Torneremo su questo punto, assai rilevante per la trattazione che ci occupa, al par. 7.

l'offerta è subordinata », pure oggetto di indicazione nella comunicazione di offerta.

Sul piano degli *effetti*, la diffusione della comunicazione in questione determina: (i) la decorrenza del termine per la presentazione del documento di offerta (cui già si è sopra accennato), nonché delle istanze autorizzative eventualmente necessarie (art. 37-ter, lett. b), RE); (ii) l'applicazione alla società *target* della regola di passività (art. 104 TUF); (iii) l'applicazione, a carico dell'offerente e degli eventuali concertisti, delle norme di trasparenza e correttezza declinate nel Regolamento Emittenti e, segnatamente, la c.d. *best price rule* (art. 42, commi 2 e 3, RE).

La matrice europea dell'obbligo di comunicazione non lascia dubbi circa la sua funzione strettamente legata alla tutela del mercato. Il considerando n. 12 della Direttiva OPA pone l'obbligo di « annunciare il più tempestivamente possibile la decisione di promuovere un'offerta » (sancito dall'art. 6) in relazione con l'esigenza di « limitare le possibilità di abuso di informazioni privilegiate ». Si osserva spesso, a riguardo, che la decisione (o la notizia dell'obbligo) di promuovere un'offerta è trattata alla stregua di un'informazione privilegiata, seppur proveniente dalla sfera di un soggetto diverso dall'emittente degli strumenti finanziari cui la informazione si riferisce, e quindi di per sé non coperta dal dovere di *disclosure ex art. 17 MAR* ⁽¹⁸⁾.

Il punto merita però di essere precisato. Da un lato, come accennato, i contenuti dell'informazione oggetto di comunicato sono *vincolati* e predefiniti dalla legge (mentre l'informativa al pubblico sulle informazioni privilegiate è, quasi per definizione, “a schema libero”) ⁽¹⁹⁾. Dall'altro, l'informazione che viene comunicata deve soddisfare un requisito di *imputabilità soggettiva* e di *serietà*: deve infatti trattarsi di una *decisione* (il che postula il completamento di un processo deliberativo interno all'offerente) ⁽²⁰⁾, effet-

⁽¹⁸⁾ Cfr. per tutti F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2017, 394; S. LOMBARDO, *OPA, informazione privilegiata e insider di se stessi*, in *Società*, 2013, 53 s. La funzionalizzazione dell'obbligo di comunicazione delle informazioni privilegiate rispetto alla prevenzione dell'*insider trading* è tratto tipico della disciplina europea degli abusi di mercato: cfr. per tutti G. FERRARINI, *La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato*, in questa *Rivista*, 2004, 64; M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Bologna, 2018, 51.

⁽¹⁹⁾ Fermo che l'informazione comunicata al pubblico *ex art. 17 MAR* deve assolvere a un requisito di completezza (che tuttavia è rimesso al dichiarante di declinare): v. in argomento R. COSTI, *L'informazione al mercato: trasparenza e riservatezza*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di P. Marchetti - F. Ghezzi - R. Sacchi, Milano, 2020, 160.

⁽²⁰⁾ V. i riferimenti citati alla nt. 15. Se l'offerente è una persona giuridica, la decisione è da ritenersi completa quando assunta al livello dell'organo amministrativo competente, quand'anche manchi la deliberazione di altri organi il cui apporto decisionale è condizione essenziale perché l'offerta possa essere eseguita: è lo stesso Regolamento Emittenti a contemplare questa ipotesi allorché fa riferimento alla convocazione dell'organo competente alla emissione dei prodotti finanziari da offrire in un'offerta per scambio (art. 37-bis, comma 1, RE). In Ger-

tuata da chi — ed è, questo, un aspetto sovente trascurato nell'analisi — si sia messo in condizione di far fronte agli oneri del corrispettivo. L'informazione sull'opa, cioè, arriva al pubblico nel momento ultimo della sua maturazione e completezza e, anzi, il mercato viene protetto rispetto a comunicazioni "intermedie" il cui rischio destabilizzante viene *ex lege* ritenuto superiore ai benefici informativi ⁽²¹⁾.

Il regime peculiare di *disclosure* applicato all'informazione sulla decisione (o sull'obbligo) di opa non è dunque quello proprio di una *mera* informazione privilegiata (cioè precisa e *price sensitive*), neppure quale fase di un « processo prolungato », ché allora dovrebbe essere comunicata già in una fase antecedente ⁽²²⁾. Ecco dunque emergere, di nuovo ⁽²³⁾, quella

mania, è espressamente prevista l'eventualità di una precondizione legata all'autorizzazione da parte dell'assemblea dell'offerente e, anzi, si prevede che la BaFin possa autorizzare l'offerente a ritardare la pubblicazione della *Entscheidung zur Abgabe eines Angebots* fino a che l'assemblea non abbia approvato l'operazione, se ciò non ha effetti distorsivi (§10(1) *WpÜG*).

⁽²¹⁾ *Di regola*, perché, come vedremo, l'autorità di vigilanza ha il potere di anticipare, caso per caso, gli obblighi comunicativi, in presenza di *rumours* di mercato: cfr. art. 102, ultimo comma, TUF.

⁽²²⁾ Ciò induce a chiedersi, ove l'offerente (ad esempio per essere una società quotata) sia a sua volta soggetto a obblighi *ex art. 17 MAR*, se l'informazione relativa alla promozione dell'offerta debba essere immediatamente comunicata al pubblico, quando ancora non sussistano i presupposti dell'art. 102, ma nondimeno si tratti di informazione precisa e *price sensitive* per l'offerente ai sensi MAR. Ecco alcuni casi paradigmatici: (i) l'offerente ha deciso di promuovere l'offerta, ma non si è ancora messo in condizione di adempiere agli obblighi di pagamento del corrispettivo; (ii) la promozione di un'offerta volontaria è da ritenersi probabile (secondo i canoni MAR), ma la decisione dell'offerente non è stata ancora adottata in conformità alle sue regole organizzative (ciò può avvenire quando l'"avvicinamento" dell'offerente all'operazione si articola in fasi successive di un c.d. processo prolungato: art. 7, par. 2, MAR); (iii) viene concluso un accordo per l'acquisto di una partecipazione in un'emittente, rilevante *ex art. 106 TUF*, accordo la cui esecuzione è condizionata all'ottenimento delle autorizzazioni di vigilanza (o *antitrust*) e/o al *funding* dell'operazione. In questi casi, è evidente che la comunicazione *ex art. 102 TUF* non potrebbe essere divulgata, perché non si è ancora realizzato (ed è anzi incerto perché *sub condicione*) l'acquisto della partecipazione rilevante da cui sorge l'obbligo di opa; nondimeno l'operazione è certamente *price sensitive* per il potenziale acquirente.

Ora, sul piano giuridico-formale, non sembrerebbe esservi conflitto tra l'art. 102 e l'art. 17 MAR, che appartengono a insiemi normativi e funzionali diversi: il divieto di effettuare "troppo presto" la comunicazione di offerta è posto a protezione del mercato dei titoli della *target*, mentre l'obbligo di effettuare la comunicazione di informazione privilegiata è posto a tutela del corretto funzionamento del mercato dei titoli dell'offerente (si tratta infatti di informazione che « riguarda direttamente » quest'ultimo). Ma in concreto il conflitto si verifica, perché le due comunicazioni dell'offerente raggiungono nei fatti il medesimo pubblico. Orbene, nell'indicazione della nostra autorità di vigilanza (delibera Consob n. 22262 del 9 marzo 2022; non constano orientamenti di altri regolatori europei), il ritardo *ex art. 17, par. 4, MAR* viene individuato come lo strumento idoneo a comporre il conflitto fra le due norme. Addirittura, la Consob ha addebitato all'offerente (a sua volta una società quotata) « la violazione della disciplina in materia di ritardo della comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, di cui all'articolo 17, paragrafo 4, del MAR, per la mancata attivazione dell'istituto del ritardo » in relazione all'informazione privilegiata attinente alla preparazione di un'offerta volontaria di scambio, come se l'attivazione del ritardo costituisse un obbligo dell'offerente stesso. Eppure, è

“terra di nessuno” nella quale un’informazione privilegiata relativa all’opa ben può essere venuta ad esistenza, ma la comunicazione *ex art. 102*, comma 1, TUF non è ancora dovuta né possibile. Su quest’ultimo aspetto torneremo al par. 7.

3. Chiarito che la disciplina della comunicazione di offerta appartiene al campo della *securities law*, va d’altra parte esaminata la tesi di chi, invece, ne rivendica la natura di vera e propria proposta contrattuale, come se si trattasse (già) di un’offerta *ex art. 1336 c.c.*, ancorché inefficace perché subordinata al positivo completamento dei passaggi procedurali successivi⁽²⁴⁾. Questo orientamento è funzionale ad affermare la *irrevocabilità* dell’offerta fin dal momento del suo annuncio; irrevocabilità che è argomentata, su altre basi, anche da studiosi che non giungono ad attribuire alla comunicazione *ex art. 102 TUF* la veste di proposta contrattuale: la irre-

da dubitare che quella del ritardo sia sempre la soluzione più appropriata, perché, nell’impianto MAR, il ritardo — lungi dal costituire un “obbligo” dell’emittente — è sempre il frutto di una delicata decisione discrezionale che esso assume sotto la sua responsabilità e in presenza di specifici requisiti, non necessariamente sussistenti nel singolo caso di specie. Vi è allora da domandarsi se il contesto speciale dell’opa — dove i rischi di un’intempestiva *disclosure* sono particolarmente elevati in considerazione degli effetti distorsivi che la notizia del lancio di un’opa potrebbe produrre sul mercato dei titoli della *target* — non imponga di ricavare sul piano interpretativo un bilanciamento di interessi *ad hoc*: la comunicazione *ex art. 17 MAR* dell’informazione privilegiata sul lancio dell’offerta sarebbe differita al momento nel quale l’avvio dell’operazione è sostanzialmente deciso, sebbene non ancora formalizzato ed eventualmente subordinato al verificarsi di condizioni estranee al controllo dell’offerente (si pensi alle autorizzazioni cui è soggetto l’acquisto di una partecipazione rilevante nell’esempio sopra proposto). In altri termini, si avrebbe una compressione temporanea degli interessi degli azionisti dell’offerente al fine di preservare il corretto funzionamento del mercato del controllo societario, quasi si fosse in presenza di un ritardo *ex lege*.

Il tema non può essere compiutamente affrontato in questa sede; si rinvia a M. MAUGERI (nt. 15), 282 ss. (ove anche riferimenti alla dottrina tedesca sul tema) e, per una diffusa analisi delle fasi di processo prolungato nell’opa, a M. SAGLIOCCA (nt. 15), 65 ss.; v. anche, più in generale sul tema delle informazioni privilegiate nel contesto dell’opa, F.M. MUCCIARELLI, *Artt. 101-bis-104-ter*, in *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, II, Torino, 2012, 1018; P. BENAZZO (nt. 3), 1366; utile inoltre ancora il rinvio, in un quadro normativo oggi superato, a R. WEIGMANN (nt. 11), 506 ss.

È invece certo che, una volta sussistenti i presupposti per la comunicazione di offerta, quest’ultima non è “ritardabile” (*ex art. 17*, par. 4, MAR), diversamente dalle “normali” informazioni privilegiate, evidentemente perché il ritardo rispetto a un’informazione *così matura e completa* renderebbe inevitabile l’effetto fuorviante per il pubblico. Cfr. art. 17, par. 4, lett. b), MAR.

⁽²³⁾ Cfr. *supra*, nt. 17.

⁽²⁴⁾ In questo senso M. BRESTOLLI, *Art. 103*, in *Commentario all’offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino, 2010, 48; F. TROISI - G. VANZANELLI, *Art. 103*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini - G. Gasparri, Torino, 2012, 1243 s., i quali peraltro riconoscono che « fino al momento della pubblicazione del documento d’offerta, i titolari dei prodotti non possono aderirvi ».

trattabilità di tale comunicazione avrebbe la funzione di proteggere il mercato da « operazioni speculative fortemente distorsive » (25).

Nessuna di queste tesi, a mio avviso, è coerente con il dato normativo, né l'irrevocabilità appare imposta dalle esigenze di tutela che vengono invocate. Occorre infatti considerare, da una parte, che la comunicazione di offerta non soddisfa le caratteristiche di una proposta contrattuale e, d'altra parte, che il procedimento delineato dallo stesso art. 102 TUF contiene al suo interno, come in un sistema chiuso, contrappesi e rimedi intesi a tutelare il mercato nei confronti di manovre speculative o di offerenti non "seriamente intenzionati".

Sotto il primo profilo, non pare corretto affermare che la comunicazione di offerta si configuri come offerta rivolta al pubblico, né è dirimente il rilievo che i contenuti imposti dal Regolamento Emittenti (art. 37) sono sufficienti a delineare « gli estremi essenziali del contratto alla cui conclusione è diretta » (art. 1336, comma 1, c.c.). In verità, la comunicazione in questione difetta del carattere di offerta, semplicemente perché essa non è diretta alla conclusione di alcun contratto. Ciò vale sul piano soggettivo della *volontà dell'offerente*, il quale, annunciando l'offerta, non sta proponendo ai destinatari di aderirvi, bensì sta comunicando alla generalità del pubblico l'avvio del procedimento che *condurrà* a un'offerta da essi accettabile. E vale anche su un piano *normativo*, perché non è comunque consentita la raccolta di adesioni in base a una mera proposta "di diritto comune" che non rispetti i requisiti di contenuto previsti per il documento di offerta e non sia stata vagliata dall'autorità di vigilanza (artt. 102, commi 3-4, e 191 TUF) (26).

Né pare conferente obiettare che si sia in presenza di una proposta contrattuale perfetta, ma soggetta alla *condicio iuris* dell'approvazione della

(25) Che l'offerta sia irrevocabile fin dal momento della sua prima *disclosure* al mercato è orientamento oggi forse prevalente: oltre agli Autori citati alla nota che precede (la citazione è tratta da F. TROISI - G. VANZANELLI (nt. 24), 1244), cfr. P. BENAZZO (nt. 3), 1370; F.M. MUCCIARELLI (nt. 11), 67; L. PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 1999, 68. *Contra*, e in linea con la tesi che si argomenterà appresso nel testo, V. SALAFIA, *Il procedimento per il lancio di una OPA*, in *Società*, 1999, 396; A. MORELLO (nt. 20), 73; in termini dubitativi, F. CHIAPPETTA - R. RISTUCCIA, *Ma quando inizia il gioco dell'OPA?*, in *Giur. comm.*, 2000, II, 24.

Nel vigore della legge n. 149/1992, il tema si poneva in termini diversi, perché la comunicazione di avvio dell'offerta avveniva soltanto nei confronti dell'autorità di vigilanza, mentre il contatto con il mercato era ritardato fino all'approvazione del documento di offerta. Era quindi agevole giungere alla conclusione che il *dies a quo* della irrevocabilità coincidesse con il primo momento in cui la decisione di offerta diveniva pubblica, e cioè la data di pubblicazione del documento di offerta *ex art. 15 l. cit.*. Cfr. R. WEIGMANN (nt. 11), 526; E. PEDERZINI, *Profili contrattuali delle offerte pubbliche d'acquisto*, Milano, 2004, 178 s.

(26) In proposito è da ritenersi, analogamente a quanto si afferma in materia di prospetto (cfr. per tutti F. ANNUNZIATA (nt. 18), 379; Trib. Milano, 20 marzo 2006, in *Giur. it.*, 2006, 2321 ss.), che siano nulli per contrasto con norma imperativa i contratti di vendita perfezionatisi in assenza di previa pubblicazione del documento di offerta autorizzato dalla Consob.

Consob⁽²⁷⁾, se non altro perché la Consob non approva il comunicato di offerta, bensì il documento di offerta, rispetto al quale, oltretutto, nell'*iter* procedimentale previsto, l'autorità potrebbe richiedere modifiche e integrazioni attinenti, ad esempio, alle condizioni dell'opa⁽²⁸⁾. In sostanza, i destinatari non aderiscono né potrebbero aderire all'offerta *in thesi* originaria, ma solo a quella portata dal documento di offerta, che però al momento del comunicato *ex art.* 102 TUF ancora non è stata formulata.

Occorre allora prendere atto che una proposta al pubblico, nel significato civilistico del termine, viene formulata solo in una fase *successiva* del processo e cioè nel momento in cui il documento approvato dalla Consob viene pubblicato (art. 38 RE) e — alle condizioni e nei termini di efficacia (periodo di adesione) stabiliti dall'offerente — la proposta in questione diviene effettivamente conosciuta e accettabile dagli oblati⁽²⁹⁾.

Come accennato, si è anche sostenuto che la comunicazione *ex art.* 102, comma 1, TUF, pur non costituendo proposta contrattuale, sia nondimeno "irrevocabile", dovendosi attribuirle fin dal momento dell'annuncio quella irrettrattabilità che l'art. 103 riferisce genericamente alla « offerta ». Un simile assetto non sarebbe inedito sul piano civilistico: la legge in più casi ricollega il sorgere (o il venir meno) di un vincolo negoziale *in incertam personam* prescindendo dalla formulazione di dichiarazioni negoziali ricettizie: si pensi alla promessa al pubblico, che vincola il promittente indipendentemente dalla conoscenza che i destinatari ne abbiano (artt. 1989, comma 1, e 1990 c.c.); o, ancora, alla stessa revoca di un'offerta al pubblico, che è efficace anche in confronto di chi non ne ha avuto notizia (art. 1336, comma 2)⁽³⁰⁾. E, trascendendo gli aspetti privatistici, è vero che l'irrevocabilità

(27) Così F. TROISI - G. VANZANELLI (nt. 24), 1243 s.

(28) Infatti, chi sostiene la tesi qui criticata afferma che, per ovviare all'inconveniente di trovarsi vincolato al lancio di un'offerta dal contenuto diverso da quello preventivato, l'offerente potrebbe tutelarsi apponendo un'apposita condizione di efficacia (così F. TROISI - G. VANZANELLI (nt. 24), 1243; e v. già M. LAMANDINI, *Art. 103*, in *Il Testo Unico della Finanza*, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, 879). Senonché, nell'eventualità in cui la condizione non venisse apposta, manca la spiegazione del perché l'offerente si trovi a essere vincolato a promuovere un'opa (non obbligatoria) a termini potenzialmente diversi da quelli voluti e non preterminabili.

(29) Cfr. in tal senso E. PEDERZINI (nt. 25), 172: « il momento di perfezionamento (e di efficacia verso l'esterno) dell'offerta viene (...) a coincidere con la data della pubblicazione del documento d'offerta (...) Prima di questa data, infatti, non esiste una proposta che possa essere accettata da parte dei destinatari ai quali essa è rivolta ». Nello stesso senso, A. POMELLI, *Art. 103*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da V. Calandra Buonauro, Padova, 2020, 761.

(30) Ciò dal momento in cui l'offerta è resa pubblica: cfr. per tutti R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale. Disposizioni preliminari - Dei requisiti del contratto. Art. 1321-1352*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja - G. Branca, Bologna, 1970, 195; C.M. BIANCA, *Diritto civile, III, Il contratto*, Milano, 2000, 246. E v., in tema di opa, E. PEDERZINI (nt. 25), 170 ss.

dell'opa — principio di matrice europea ⁽³¹⁾ — non tutela esclusivamente i destinatari dell'offerta, ma guarda all'interesse generale per la stabilità del mercato e dello stesso emittente-*target* ⁽³²⁾: se ne potrebbe dunque predicare l'applicazione estesa anche ad atti non strettamente negoziali come la comunicazione di offerta.

Tuttavia, le norme che regolano il procedimento in questione restituiscono un quadro diverso. L'art. 102, comma 3, TUF fissa all'offerente un termine per *promuovere l'offerta*, presentando alla Consob il relativo documento ⁽³³⁾. Ora, sarebbe contraddittorio richiedere all'offerente di dare impulso a un'offerta che è già irrevocabile dal suo annuncio. E sono le conseguenze della mancata tempestiva promozione a evidenziare questa contraddizione: se l'offerente non presenta tempestivamente il documento di offerta, ne discendono la irricevibilità di quest'ultimo e il divieto di promuovere un'ulteriore offerta avente ad oggetto prodotti finanziari del medesimo emittente nei successivi dodici mesi (art. 102, comma 3) ⁽³⁴⁾. Ma la *irretrattabilità* dell'offerta è antitetica e inconciliabile con la sua *decadenza*, giacché gli effetti che discendono dalla *scelta* dell'offerente di non presentare il documento sono in tutto equivalenti a quelli di un ritiro della comunicazione di offerta, quindi incompatibili con la sua predicata irrevocabilità. E, anzi, l'imposizione di un divieto di *ulteriore* offerta presuppone proprio che quella precedentemente comunicata sia stata posta nel nulla.

In termini funzionali, è evidente che la *ratio* della decadenza *ex* art. 102, comma 3, TUF non è di impedire all'offerente di ritirarsi dall'operazione, bensì di ridurre il tempo nel quale la *target* e il mercato rimangono esposti all'annuncio di un'offerta non ancora formulata: un obiettivo coerente con una logica (pubblicistica) di protezione del mercato, non con una logica (privatistica) di tutela di diritti soggettivi già acquisiti da ipotetici beneficiari dell'offerta ⁽³⁵⁾.

⁽³¹⁾ Cfr. l'art. 13, lett. *e*), nonché il considerando n. 22, Direttiva OPA. È interessante ricordare che, nelle pregresse proposte di Direttiva, erano contemplate alcune ipotesi di revocabilità dell'offerta, ad esempio in presenza di opa concorrente, oppure in caso di mancata deliberazione dei titoli promessi in scambio o mancata quotazione di questi ultimi: cfr. in argomento R. WEIGMANN (nt. 11), 526 s. In questa logica, va osservato che l'art. 13 cit. demanda ai legislatori nazionali la declinazione del principio di irrevocabilità, sicché — come vedremo *infra* confrontando alcune legislazioni europee — vi sono spazi per possibili modulazioni o deroghe.

⁽³²⁾ Cfr. per tutti R. WEIGMANN (nt. 11), 526, per il quale l'irrevocabilità è necessaria « per evitare distorsioni del mercato, le quali altrimenti si verificherebbero, se operatori con intenzioni poco serie potessero scorrazzare con iniziative instabili, disorientando i risparmiatori e pregiudicando le società destinatarie ».

⁽³³⁾ Entro tale termine l'offerente è altresì onerato di presentare alle autorità di settore competenti le istanze autorizzative eventualmente necessarie per promuovere l'offerta: art. 37-ter RE.

⁽³⁴⁾ Oltre, beninteso, alla sanzione amministrativa comminata dall'art. 192, comma 1, TUF.

⁽³⁵⁾ Cfr. anche A. POMELLI (nt. 29), 762.

Dunque il ritiro della comunicazione di offerta ⁽³⁶⁾ non è impedito o inefficace, bensì sempre possibile, ma — se ingiustificato: v. *infra* — viene sanzionato con il divieto di promozione di una nuova offerta per dodici mesi. Così interpretato, il ruolo della comunicazione di offerta si allinea a significative esperienze europee ⁽³⁷⁾ e, d'altra parte, non entra in collisione con l'interesse del mercato a ricevere da subito un'informazione completa e “seria” sull'operazione annunciata. Tale interesse è protetto attraverso la particolare “sanzione” prevista dall'art. 102, comma 3, TUF, che però incide sull'operatività futura dell'offerente, lasciando quest'ultimo sempre libero di valutare — sotto la sua responsabilità ⁽³⁸⁾ — se le circostanze sopravvenute possano motivare un ritiro dell'intenzione precedentemente manifestata.

Va precisato che, secondo la ricostruzione qui proposta, la comunica-

⁽³⁶⁾ È in effetti preferibile riferirsi al *ritiro* della comunicazione, piuttosto che alla *revoca* dell'offerta, dato che — come si è tentato di dimostrare — di un'offerta in senso contrattuale non può in questa fase ancora parlarsi. Anche secondo A. POMELLI (nt. 29), 761, non sarebbe comunque corretto porre la questione in termini di revocabilità o meno (di un'offerta a rigore non ancora promossa), dovendosi al più ipotizzare « un diritto in capo ai potenziali beneficiari di ricevere un'offerta volontaria per il solo fatto che la stessa sia stata comunicata ai sensi dell'art. 102, co. 1 ».

⁽³⁷⁾ In Francia, si presume che l'offerente il quale non proceda, nel termine fissato dall'autorità di vigilanza, al deposito del documento d'offerta non abbia più intenzione di promuovere quest'ultima e, per legge, decade dal diritto di riproporre un'offerta per il periodo di sei mesi. Cfr. in argomento Aa.Vv., *Guide to Public Takeovers in Europe*, 2016, reperibile ad es. sul sito *my.slaughternadmay.com*, 191. In Olanda, viene riconosciuto il diritto dell'offerente di ritirare l'offerta fino al momento del suo avvio (e quindi anche dopo l'approvazione del documento di offerta da parte dell'autorità di vigilanza); anche in questo caso, la “sanzione” consiste nel divieto di promuovere una nuova offerta nei successivi sei mesi: cfr. § 5:78 del *Wet op het financieel toezicht* (traduzione inglese disponibile sul sito *access-info.org*). Diversa la situazione in Germania, dove è accolto il principio di irrevocabilità dell'offerta fin dal suo annuncio (§18.2 WpÜG); tuttavia, il termine per la presentazione del documento di offerta alla BaFin è suscettibile di estensione su provvedimento di quest'ultima (§14.1 WpÜG). La disciplina inglese si mantiene (come la nostra) su termini letterali di maggiore ambiguità: per un verso, stabilisce un *obbligo* dell'offerente che abbia annunciato una *firm offer* di procedere con la stessa, salva però la facoltà di invocare le *pre-conditions* (su tale aspetto torneremo in seguito) (§2.7(b) *Takeover Code*). Peraltro, il ritiro di un'offerta incondizionata già oggetto di annuncio si traduce nel divieto di promuoverne una per i successivi 12 mesi, salva diversa decisione del Takeover Panel (*Section O*, § 35.1, *Takeover Code*).

⁽³⁸⁾ Infatti, come meglio vedremo in seguito (par. 3), la funzione affidante della comunicazione di offerta può esporre l'offerente che la ritiri ingiustificatamente a responsabilità nei confronti dei mancati oblati (e più in generale del mercato). È bene precisare, dunque, che il ritiro della comunicazione è sempre possibile, ma non per forza lecito, come del resto dimostra la previsione della sanzione *ex art.* 102, comma 3, TUF. Il che non deve sorprendere, se si pensa, per esempio, alla responsabilità precontrattuale che ben può derivare dal ritiro di una proposta contrattuale non irrevocabile, ed anche se si considerano quelle fattispecie in cui perfino la previsione di irrevocabilità non impedisce lo scioglimento del vincolo contrattuale, determinando conseguenze esclusivamente sul piano obbligatorio (l'archetipo è quello del mandato *ex art.* 1723, comma 1, c.c.).

zione di offerta, pur non configurandosi quale proposta contrattuale, appare nondimeno dotata di valenza *negoziale*, nel senso che, come avviene nel contesto di una relazione precontrattuale, essa contiene dichiarazioni potenzialmente affidanti nei confronti dei futuri oblati; dichiarazioni la cui ingiustificata modifica o ritrattazione potrebbe appunto determinare conseguenze risarcitorie a carico dell'offerente: tornerò sul punto al par. 6. Al contempo, se si guarda agli effetti giuridici, la comunicazione *ex art. 102 TUF*, pur costituendo un momento necessario del procedimento, non costituisce un antecedente giuridico dell'offerta che verrà (se del caso) successivamente formulata; le due fasi sono autonome nel loro possibile decorso e nei loro effetti; ecco quindi delinearci la autonomia della sotto-fattispecie "comunicazione di offerta" rispetto a quel che segue nell'ambito della sequenza in cui si articola l'offerta pubblica di acquisto, in una logica diversa da quella della unitaria fattispecie a formazione progressiva.

4. Da questa impostazione discendono alcune conseguenze rilevanti, che guidano nell'analisi dei successivi profili.

(i) Se il ritiro della comunicazione di offerta è — come detto — sempre possibile, ciò non significa che trovi in ogni caso applicazione il divieto-sanzione di promuovere una nuova offerta per i successivi dodici mesi. Vi sono situazioni, infatti, nelle quali la revoca potrebbe essere motivata, ad esempio, da ragioni di *impossibilità sopravvenuta* dell'offerta: si pensi all'adozione da parte della *target* (in ipotesi non soggetta alla *passivity rule*, come ad esempio in caso di offerta su obbligazioni) ⁽³⁹⁾ di una misura di conversione dei titoli oggetto di offerta in titoli di altra categoria, oppure all'ipotetico intervenire (dopo l'annuncio dell'opa, prima della pubblicazione del documento d'offerta) di una norma che vieti ad acquirenti con certe caratteristiche l'acquisto del controllo di società *target* operanti in taluni settori.

Si noti: non pare qui direttamente invocabile l'art. 1256 c.c. (automatica estinzione dell'obbligazione per impossibilità sopravvenuta), perché non siamo ancora in presenza di un'obbligazione dell'offerente in senso proprio; e — si è detto — non vi è in quel momento una proposta contrattuale irrevocabile che possa considerarsi decaduta per l'evento sopravvenuto ⁽⁴⁰⁾; ma il principio che se ne trae può giustificare l'interruzione del procedimento senza conseguenze negative per l'offerente, non essendogli imputabile l'evento che priva l'offerta del suo oggetto ⁽⁴¹⁾.

⁽³⁹⁾ L'art. 104 TUF è infatti applicabile alle sole « società italiane quotate », cioè quelle che hanno « titoli » ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di uno Stato UE (art. 101-bis, comma 1, TUF).

⁽⁴⁰⁾ Arg. *ex artt.* 1324 e 1463 c.c.

⁽⁴¹⁾ Sulla applicazione della impossibilità sopravvenuta nell'ambito delle opa, cfr. in particolare L. PICONE (nt. 25), 65; C. SILVETTI, *Note a margine di un recente caso di opa ostile*, in *Banca borsa*, 1997, I, 74.

(ii) Simili considerazioni valgono anche per la *eccessiva onerosità sopravvenuta*, rilevante quanto meno per le offerte volontarie: viene qui in rilievo un novero potenzialmente ampio di situazioni, specialmente nel caso in cui tra l'annuncio dell'offerta e il suo inizio trascorra un lasso di tempo considerevole, come avviene quando è richiesto l'ottenimento di autorizzazioni di vigilanza ⁽⁴²⁾.

(iii) Se l'offerente è libero di ritirare il proprio annuncio, ciò significa che egli può altresì *modificare* i termini e le condizioni dell'offerta annunciata. Si tratta, peraltro, di un profilo piuttosto delicato, perché la modifica potrebbe essere tale da determinare uno snaturamento dell'offerta originaria, al punto che l'offerta modificata debba essere considerata alla stregua di una offerta nuova e diversa: si pensi, ad esempio, a un'opa volontaria originariamente volta all'acquisto del controllo di una società e successivamente ridimensionata in un'opa "di minoranza"; oppure a un'opa con corrispettivo in denaro che si trasformi in un'offerta per scambio. In casi consimili, la modifica finisce per equivalere a un ritiro dell'operazione originaria, che viene sostituita da una nuova offerta, la quale, però, potrebbe essere irricevibile per via del divieto di cui all'art. 102, comma 3, TUF ⁽⁴³⁾. Si apre allora la via per valutare la giustificazione che sorregga la modifica operata: ché se

⁽⁴²⁾ Si pensi a circostanze che portino a una divaricazione tra i prezzi (o i valori) degli strumenti finanziari oggetto d'offerta e quelli degli strumenti offerti in scambio; ma anche al rilascio di autorizzazioni di vigilanza o *antitrust* che subordinino il nulla osta all'operazione a condizioni ritenute eccessivamente gravose per l'offerente. In questi casi si pone naturalmente il tema dell'alea normale del negozio (art. 1467, comma 2, c.c.) e, sul piano pratico, l'offerente — come normalmente avviene — potrà proteggersi da contestazioni circa la rilevanza dell'evento sopravvenuto apponendo condizioni di efficacia all'offerta (la condizione "*material adverse change*" o "*material adverse effect*", che di prassi si rinviene nelle opa volontarie, serve allo scopo: cfr. in argomento A. TRISCORNIA, *Il contenuto del documento d'offerta come "momento" di integrazione della disciplina regolamentare sull'OPA*, in questa *Rivista*, 2017, 442 ss.). Sul tema si tornerà poco oltre nel testo.

⁽⁴³⁾ La Consob ha risolto in questa logica un caso nel quale, in pendenza del procedimento di approvazione del documento di offerta, l'offerente (Ei Towers S.p.A.) aveva modificato la condizione di efficacia annunciata nella comunicazione *ex art. 102, comma 1, TUF*, portando la soglia minima di adesioni dal 66,7% al 40% del capitale della *target* (Rai Way S.p.A.); ciò in considerazione del fatto che l'azionista di controllo di Rai Way, cioè RAI S.p.A., aveva comunicato di non volere né potere ridurre la propria partecipazione nell'emittente al di sotto del 51% (cfr. Comunicazione n. DCG/DIE/0028023 del 13 aprile 2015). L'Autorità ha ritenuto che la modifica indicata dall'offerente incidesse « sugli elementi caratterizzanti l'offerta medesima, riportati nel Comunicato *ex art. 102, comma 1, Tuf* », dato che « la dimensione quantitativa comporta anche un cambiamento sostanziale dell'oggetto dell'offerta », al punto da integrare « la prospettazione di una diversa operazione ». La Consob ha conseguentemente dichiarato la conclusione del procedimento istruttorio sull'offerta originaria e ha precisato che « l'eventuale nuova istruttoria potrà essere avviata soltanto in seguito all'effettuazione di una nuova comunicazione *ex art. 102, comma 1, Tuf*, che consenta di fornire — non solo alla Consob, ma anche al mercato, all'Emittente e agli azionisti oblati — un'illustrazione completa e coerente dell'offerta in discorso ». Si noti che, nel caso di specie, l'Autorità non si è espressa nel senso della non promuovibilità dell'ulteriore offerta *ex art. 102, comma 3, TUF*.

quest'ultima fosse indotta, ad esempio, dalla sopravvenienza di un evento non rientrante nell'alea normale, potrebbe essere invocato il principio di cui al punto precedente, con conseguente neutralizzazione del divieto di presentare una nuova offerta ⁽⁴⁴⁾.

(iv) È ipotizzabile un insieme di modifiche (e integrazioni, precisazioni...) meno dirimpenti e in "continuità" rispetto all'offerta originaria: si tratta di interventi che l'offerente è libero di apportare fino alla presentazione del documento d'offerta e anche successivamente, fino al termine della fase istruttoria (salve le conseguenze che ciò può produrre in termini di allungamento del procedimento autorizzativo presso la Consob), senza che si renda applicabile in tale fase l'art. 43 RE che riguarda invece le modifiche apportate in corso d'offerta ⁽⁴⁵⁾.

Tra questi interventi, vi sono quelli sulle condizioni che l'offerente intende apporre all'offerta le quali, ai sensi dell'art. 37 RE, devono essere oggetto di *disclosure* al pubblico fin dal momento dell'annuncio. In effetti, può accadere che, in sede istruttoria, l'autorità di vigilanza richieda di precisare — ma anche di modificare, integrare o perfino eliminare — condizioni sospensive *ab origine* apposte all'offerta ⁽⁴⁶⁾; è dunque coerente con tale assunto che, anche prima dell'intervento dell'autorità, l'offerente effettui spontanei interventi sulle condizioni e sul loro ambito di applicazione, in vista dell'offerta che verrà.

Un esempio particolarmente critico nelle opa azionarie è quello delle condizioni che subordinano l'efficacia dell'offerta a una quota di adesioni che consenta all'offerente il controllo sulla società *target*: nel corso del procedimento, l'acquirente potrebbe modificare una condizione originariamente basata sull'acquisto del controllo di diritto, dichiarando di "accontentarsi" anche di un controllo di fatto. Non sembra che ciò determini uno "snaturamento" dell'offerta originaria, posto che l'operazione conserva la propria funzione *control-driven*, sia pure con gradazioni diverse di controllo ⁽⁴⁷⁾. Nascerà semmai la questione dell'individuazione di una *soglia*

⁽⁴⁴⁾ Un esempio è quello di una riduzione del numero di titoli offerti in scambio contro l'acquisto di quelli oggetto di offerta: una simile modifica essa potrebbe essere motivata da un forte incremento relativo dei prezzi dei primi rispetto ai secondi e quindi giustificabile (anche ai fini della "sanzione" prevista dall'art. 102, comma 3, TUF) come adeguamento di corrispettivo indotto da un evento estraneo all'alea normale (arg. *ex art.* 1467, comma 3, c.c.).

⁽⁴⁵⁾ L'inapplicabilità dell'art. 43 RE nella fase precedente la pubblicazione del documento di offerta è stata dichiarata dalla stessa Consob: cfr. la comunicazione citata alla nt. 43.

⁽⁴⁶⁾ Nell'esperienza recente, le condizioni "MAC" e "MAE" sono state oggetto di tali modifiche "in corsa", anche in relazione all'evoluzione del contesto pandemico e del conflitto russo-ucraino.

⁽⁴⁷⁾ Certo, per il potenziale aderente — che stia valutando se portare (tutte o parte) delle proprie azioni in opa oppure conservare la propria partecipazione confidando nell'apporto di valore conseguibile dopo il cambio di controllo — non è indifferente che la *target* possa essere, in futuro, scalabile (in caso di controllo di mero fatto) oppure "blindata" dal nuovo socio che detenga una maggioranza assoluta delle azioni. Ma non si tratta, a mio parere, di circostanza

minima al di sotto della quale, secondo la valutazione dell'acquirente, il controllo di fatto non sia conseguibile; ed è in questa situazione, invero, che dovrà valutarsi il comportamento dell'offerente, onde evitare che — mediante l'abbassamento della soglia o la sua eliminazione — si finisca per trasformare un'operazione sul controllo in un'opa volta a conseguire una mera partecipazione di minoranza; circostanza, questa, evidentemente rilevante per la stabilità del mercato dei titoli e non suscettibile di variazioni "in corsa" (48).

(v) Sul tema delle condizioni alla (futura) offerta, un'altra questione riguarda l'eventuale verificarsi di eventi che incidano sul loro avveramento prima dell'inizio del periodo di adesione. Un caso portato all'attenzione dell'autorità giudiziaria riguarda il verificarsi — dopo l'annuncio *ex art.* 102 TUF, ma prima dell'inizio dell'offerta vera e propria — di un evento straordinario astrattamente rilevante ai fini di una condizione "MAC/MAE". Ora, quest'ultima è solitamente formulata in termini di condizione c.d. negativa, nel senso che essa può dirsi avverata (e l'offerta quindi efficace) solo se a una certa data (ad esempio quella di pagamento del corrispettivo) l'evento dedotto in condizione *non* si sia verificato; ed è inoltre una condizione c.d. unilaterale, nel senso che gli effetti dell'avveramento sono dichiarati disponibili (con formula ellittica: la condizione è "rinunciabile") da parte del solo offerente (49). Si è allora sostenuto che il verificarsi dell'evento nella fase preliminare dell'opa (prima dell'avvio del periodo di offerta) determinerebbe comunque il venir meno di quest'ultima, salvo che l'offerente dichiarasse tempestivamente, appunto, di rinunciare alla condizione (50).

così dirompente da imporre uno *stop* all'annuncio inizialmente effettuato; tanto più che, guardando all'art. 43 RE, l'offerente potrebbe perfino apportare tale modifica in pendenza dell'offerta e che la tutela che la disciplina appresta per gli aderenti è semplicemente quella di disporre di un minimo *spatium deliberandi* per apprezzare la modifica apportata.

(48) Va ricordato che in alcuni ordinamenti il raggiungimento del controllo di diritto della società *target* costituisce perfino una *condicio iuris*: cfr. art. L433-1-2 del *code monétaire et financier* francese.

(49) Sulle c.d. condizioni unilaterali nel diritto dei contratti, si v. A. VILLANI, *Condizione unilaterale e vincolo contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, I, 566. Va ricordato come la "rinunciabilità" della condizione una volta che l'evento condizionante si sia verificato non è pacifica in dottrina, posto che vi è chi ravvisa in tale vicenda una modifica unilaterale del contenuto del contratto (A. FALZEA (nt. 1), 91), nonché chi ritiene non derogabili dall'autonomia privata gli effetti dell'avveramento del fatto condizionante, i quali operano in via automatica (F. GAZZONI, *Condizione unilaterale e conflitti con i terzi*, in *Riv. not.*, 1994, 1200). In giurisprudenza, invece, la condizione unilaterale viene considerata legittima (v., tra le tante, Cass., 10 aprile 2012, n. 5692, in *Giust. civ.* 2013, I, 1491), e si pone semmai il tema di individuare un termine successivo all'avveramento dell'evento condizionante entro il quale il contraente nel cui interesse la condizione è apposta debba esprimersi circa l'eventuale rinuncia (M. COSTANZA, *La condizione unilaterale: una fattispecie variegata*, in *Scritti in onore di Falzea*, Milano, 1991, vol. II, tomo I, 254).

(50) V. il comunicato stampa di UBI Banca del 26 maggio 2020, in relazione all'ops promossa da Intesa Sanpaolo. La domanda di accertamento formulata dalla *target* si fondava sul-

Anche questa conclusione pare dubbia, perché quello contenuto nella comunicazione *ex art.* 102, comma 1, TUF è, appunto, un mero *annuncio di futura* condizione; quest'ultima sarà propriamente apposta soltanto all'offerta vera e propria, con la pubblicazione del documento d'offerta. In altri termini, per le stesse ragioni già sopra esplorate, il verificarsi dell'evento condizionante *prima* di tale momento è inidoneo a provocare l'avveramento (o il mancato avveramento) di una condizione che non è operativa e neppure è riferibile a un'offerta, che a rigore non esiste ancora. Sicché l'occorrere dell'evento condizionante non può dispiegare effetti rispetto all'offerta (né può comportare per l'offerente un onere di rinuncia), ma semmai potrà indurre l'offerente a modificare o anche decidere di non più apporre quella condizione al momento della pubblicazione del documento di offerta.

5. La evidenziata autonomia della fase di annuncio dell'offerta rispetto a quella di offerta vera e propria suggerisce un interrogativo ulteriore: se sia possibile apporre condizioni non già *all'offerta*, bensì alla sua *promozione*. Chiara è la distinzione: le condizioni apposte all'offerta (che sono da preannunciare nella comunicazione *ex art.* 37 RE) subordinano l'efficacia di quest'ultima, una volta promossa, al verificarsi (o mancato verificarsi) di certi avvenimenti; le condizioni alla promozione dell'offerta, invece, se mancate, legittimano l'offerente a non proseguire nel percorso, non addivvenire alla pubblicazione del documento d'offerta e, quindi, non formulare un'offerta in senso proprio. Nella prassi internazionale, esse sono note come "pre-condizioni" all'offerta ⁽⁵¹⁾.

A ben vedere, l'ordinamento già contempla alcune pre-condizioni che operano *ex lege*, alla stregua di *condiciones iuris* rispetto al processo dell'opa. L'approvazione del documento d'offerta da parte della Consob ne è il primo esempio, ineludibile in ogni opa (anche obbligatoria); altro esempio è l'ottenimento delle « autorizzazioni di altre autorità », cui lo stesso nulla-osta della Consob è subordinato (art. 102, comma 4, TUF): autorizzazioni che si collocano dunque *esclusivamente* in una fase anteriore alla formulazione

l'assunto che la condizione MAC/MAE fosse mancata in conseguenza del diffondersi della pandemia da Covid-19 (espressamente menzionata nella comunicazione di offerta) e che l'ops fosse decaduta non avendo Intesa Sanpaolo tempestivamente rinunciato alla condizione in questione. V. anche C. FESTA, *Ubi va in Tribunale: « L'offerta di Intesa Sanpaolo è decaduta »*, 26 maggio 2020, reperibile in www.ilsole24ore.com. Conclusa l'ops, il giudizio non è proseguito.

Nel caso di specie, oltre alla questione indicata nel testo, si ponevano ulteriori interrogativi di merito: in particolare, se la condizione potesse dirsi avverata o mancata in relazione al semplice verificarsi dell'evento pandemico, oppure in relazione a una valutazione dei suoi effetti rilevabile in un arco di tempo più lungo. Si tratta di un tema già affrontato in passato dalla giurisprudenza del Takeover Panel inglese, ad esempio nel caso *WPP Group PLC-Tempus Group PLC, Statement n. 2001/15*, in relazione all'attentato delle "torri gemelle".

⁽⁵¹⁾ V. in particolare, in ambito inglese, la *Section D, § 2.5 del Takeover Code*. Per una panoramica del tema nei diversi ordinamenti europei, cfr. ad es. Aa.Vv., *Guide to Public Takeovers in Europe* (nt. 37).

dell'offerta in senso stretto. Inoltre, nelle offerte per scambio, il documento d'offerta non può essere pubblicato prima che sia stata assunta la deliberazione di emissione dei prodotti finanziari offerti in corrispettivo (cfr. art. 37-ter, comma 1, lett. b)): l'adozione di tale deliberazione è dunque implicitamente concepita, nella regolamentazione della Consob, come una condizione senza la quale l'offerta non può concretamente avviarsi.

Peraltro, anche al di là di tali esempi offerti dalla normativa, la formulazione di un'offerta (ovviamente volontaria) già decisa e comunicata *ex art.* 102 TUF ben può essere subordinata al verificarsi (o al non verificarsi) di eventi futuri e incerti, senza che ciò sia d'ostacolo alla *definitività* della decisione assunta in ordine alla promozione dell'opa. Senonché, data la natura della comunicazione di offerta, la conseguenza dell'avverarsi (o del mancato) di una condizione ad essa "apposta" non sarà l'efficacia (o l'inefficacia) dell'offerta stessa, non ancora formulata, bensì appunto la non formulazione di quest'ultima e il ritiro dell'offerente dall'operazione.

In quest'ottica, sembra esservi spazio per due tipologie di "pre-condizioni": in primo luogo, quelle che anticipano le (e verranno poi ripetute quali) condizioni all'offerta vera e propria. L'esempio più evidente è quello della condizione "MAC" (o "MAE"), poc'anzi richiamata: il verificarsi di un evento (o effetto) imprevedibile *già prima* dell'inizio del periodo d'offerta potrebbe legittimare l'offerente a ritirarsi dall'operazione. Analogamente è a dirsi per la condizione che subordinasse la promozione dell'opa alla mancata adozione di certe misure difensive da parte della società *target*, ancorché autorizzate dall'assemblea *ex art.* 104 TUF: tale norma opera, infatti, fin dall'annuncio dell'offerta. Sono ipotizzabili, in secondo luogo, "pre-condizioni" non destinate a essere "riprese" nel documento di offerta: si pensi alla subordinazione della promozione dell'offerta al compimento di un certo atto gestorio da parte dell'organo amministrativo della società *target* (ad esempio, la rinegoziazione di un finanziamento, o il rinnovo di un certo accordo strategico in scadenza); oppure una condizione "risolutiva" per il caso di annuncio, prima dell'avvio del periodo di adesione, di offerte concorrenti.

Occorre chiedersi quali limiti incontri l'offerente nel formulare queste "pre-condizioni". Un primo limite deriva dalla previsione — già richiamata — dell'art. 37-bis RE: la decisione di promuovere l'offerta non può essere condizionata all'approvvigionamento dei fondi necessari per il finanziamento della stessa, posto che l'offerente non può annunciare l'opa senza essersi messo in condizione di adempiervi. In altri termini, nessuna offerta può essere annunciata "*subject to financing*". Il che — sia detto per inciso e con riserva di tornare più avanti sul tema: par. 7 — non preclude eventuali comunicazioni al mercato circa l'intenzione del futuro offerente di lanciare un'opa volontaria se saranno acquisiti certi mezzi finanziari ⁽⁵²⁾.

⁽⁵²⁾ Va ricordato, d'altra parte, che « [n]el caso in cui siano offerti in scambio prodotti finanziari emessi dall'offerente, è sufficiente che sia stato convocato l'organo competente alla

Un secondo limite potrebbe trarsi dal vincolo di non (mera) potestatività delle condizioni in questione, in coerenza con la regola generale dell'art. 1355 c.c. ⁽⁵³⁾. Tuttavia, la diretta applicazione della norma civilistica appare impedita dal fatto che la comunicazione di offerta non costituisce proposta contrattuale e — riterrei — neppure un negozio giuridico unilaterale al quale le norme regolatrici dei contratti possano applicarsi in forza del rinvio previsto dall'art. 1324 c.c.. Alla comunicazione di offerta — si è detto — è bensì attribuibile una valenza negoziale, ma in termini di dichiarazione (potenzialmente “affidante”) relativa alla decisione assunta dal (futuro) offerente, non in termini di impegno a presentare il documento di offerta e dar seguito all'offerta stessa ⁽⁵⁴⁾.

Ciò posto, una “pre-condizione” che ponesse in dubbio l'effettiva *decisione* di promuovere un'offerta sarebbe problematica, non tanto per la sua “potestatività”, ma perché denoterebbe l'incompletezza del processo decisionale dell'offerente e, dunque, si porrebbe in contrasto con lo stesso art. 102, comma 1, TUF, che abbiamo visto subordinare la diffusione della comunicazione di offerta al completamento del processo deliberativo dell'offerente (cfr. par. 2). In quest'ottica, non pare sia ammissibile una comunicazione di offerta che contenga una pre-condizione legata all'effettuazione di una *due diligence* sulla società *target*: il margine di discrezionalità insito nella valutazione dell'esito della verifica denota, nella sostanza, la mancata assunzione di una definitiva decisione sull'operazione ⁽⁵⁵⁾.

Come ulteriore profilo di disciplina delle “pre-condizioni” in esame, si avverte l'esigenza di prevedere un termine per l'avveramento di quelle con-

emissione di tali prodotti finanziari » (art. 37-bis, comma 1, RE). Tale previsione evidenzia la apponibilità di una ulteriore pre-condizione nella comunicazione relativa a una ops, consistente nella effettiva adozione della delibera di emissione dei prodotti da offrire in scambio.

⁽⁵³⁾ Per contro, la previsione di cui all'art. 40, comma 1, RE — che *vieta* l'apposizione all'offerta di condizioni « il cui verificarsi dipenda dalla mera volontà dell'offerente » — appare applicabile, al pari di quelle contenute nell'intero art. 40 RE, alla sola offerta in senso stretto, cioè a quella portata dal documento di offerta. Si direbbe che il divieto in questione determini la nullità delle condizioni meramente potestative, ferma la validità dell'offerta nel suo complesso (e dei contratti in forza di essa conclusi), così marcando la differenza dall'art. 1355 c.c. che, invece, estende l'invalidità all'intero contratto condizionato. Si tratta di un (ulteriore) caso in cui l'ordinamento — in questo caso mediante norma di rango secondario, ma in virtù di delega *ex art. 103, comma 4, TUF* — ricorre a strumenti privatistici per il perseguimento di obiettivi di tutela del mercato: nella specie, la stabilità dell'offerta formulata, come già visto a proposito della irrevocabilità *ex art. 103, comma 1, TUF*.

⁽⁵⁴⁾ Il che induce in definitiva a dubitare che le “pre-condizioni” di cui parliamo costituiscano condizioni in senso proprio, secondo l'art. 1353 ss. c.c.

⁽⁵⁵⁾ Ad una conclusione diversa da quella proposta nel testo — e quindi nel senso della condizionabilità della comunicazione di offerta alla *due diligence* — potrebbe forse giungersi se quest'ultima consistesse nell'acquisizione di specifici dati gestionali non pubblici (si pensi a certi dati relativi ai crediti deteriorati di una banca, o all'analisi di certi contenziosi) e alla verifica che tali dati non si discostino da certe metriche o previsioni. Sul problema della *due diligence* nell'opa si tornerà ai parr. 4 e 4.1, cui si rinvia anche per riferimenti.

dizioni che non siano formulate “in negativo” (come la MAC), così da evitare il prolungarsi di situazioni di incertezza in merito all’effettivo avvio dell’opa ⁽⁵⁶⁾. Analogamente, sarà essenziale che il pubblico sia posto a conoscenza della “rinunciabilità” delle condizioni in questione, che hanno natura “unilaterale”. È da ritenersi che la Consob — nell’ambito dei poteri di intervento che le spettano ai sensi dell’art. 114, comma 5, TUF, come richiamato dall’art. 103, comma 2 — possa richiedere all’offerente di integrare l’informativa al mercato su tali aspetti.

6. Si è detto in precedenza che la comunicazione di offerta, sebbene disciplinata essenzialmente in una logica di diritto dei mercati, presenta profili rilevanti anche sul piano civilistico-negoziale, poiché l’annuncio di un’opa è idoneo a ingenerare affidamento sui destinatari dell’offerta. Ritroviamo infatti nella dichiarazione di annuncio dell’offerta un contenuto assimilabile a quello di una dichiarazione di intenti, rivolta ai (potenziali) oblati. Si pone quindi, anzitutto, la questione di una possibile responsabilità precontrattuale dell’offerente.

Va osservato, in proposito, che la capacità “affidante” della comunicazione di offerta è peculiare: essa si connota, infatti, per la serietà e stabilità che la legge stessa esige, là dove prevede il completamento del processo decisionale dell’offerente e la “messa in condizione” rispetto all’onere di pagamento del corrispettivo. Anche il contenuto vincolato e dettagliato della comunicazione (ex art. 37 RE) pone in luce lo *standard* qualitativo dell’informazione portata da tale dichiarazione.

Le caratteristiche della comunicazione di offerta consentono di evidenziare, nell’impostazione del problema, una differenza rispetto al paradigma, apparentemente contiguo, della “classica” responsabilità da prospetto (e da documento di offerta) ⁽⁵⁷⁾. Quest’ultima è normalmente invocata in relazione a falsità o carenze di informazioni contenute nel documento informativo su cui basa una scelta di investimento o disinvestimento del destinatario. Nel nostro caso, invece, il tema è quello del pregiudizio subito dai destinatari

⁽⁵⁶⁾ A riguardo, si registra un orientamento della Consob, la quale, in un’occasione, ha espresso parere negativo alla *proroga* del termine stabilito nel documento di offerta per l’avveramento delle relative condizioni. In particolare, l’autorità ha ricordato che « la proroga dei termini può essere disposta dalla parte nel cui interesse è posta la condizione solo se risulta esplicitamente nel contratto che anche tale termine è posto nell’esclusivo interesse di quella parte ovvero se dall’esame dell’intero rapporto negoziale risulta in maniera univoca che la comune volontà delle parti era in tal senso ». Nel caso di specie, invece, i termini erano stati previsti anche nell’interesse degli azionisti della società *target* i quali, « aderendo all’operazione, si sono privati del potere di disporre dei loro titoli sapendo, comunque, che entro una data certa l’offerta sarebbe stata dichiarata decaduta o perfetta » (cfr. *Consob informa*, n. 34/2000).

⁽⁵⁷⁾ Sulla responsabilità “da documento d’offerta” — tema invero poco esplorato in dottrina — si vedano, per alcuni ragguagli, M. TOLA, *Opa e tutela delle minoranze*, Napoli, 2008, 44 s.; A. POMELLI (nt. 29), 768 s.

dell'annuncio in conseguenza del *ritiro* o della *modifica* dei termini di un'operazione annunciata al mercato.

In questa logica, la possibile responsabilità dell'offerente (o mancato offerente) potrebbe apprezzarsi sotto i seguenti profili:

(i) quello della mancata promozione dell'offerta a seguito dell'annuncio, che può assimilarsi a una sorta di recesso dalle trattative e forse, analogicamente, a una revoca della proposta⁽⁵⁸⁾: diverranno qui rilevanti, nel valutare la violazione del principio di buona fede *ex art. 1337 c.c.*, sia le ragioni che hanno indotto l'offerente al ritiro⁽⁵⁹⁾, sia il contenuto dell'informazione che l'offerente aveva reso al momento dell'annuncio in ordine alle circostanze potenzialmente motivanti la revoca (si pensi alle "pre-condizioni" di cui sopra si è trattato);

(ii) quello della promozione di un'offerta che presenta caratteristiche significativamente difformi da quelle originariamente comunicate⁽⁶⁰⁾: anche in questo caso, vengono in rilievo le ragioni che possano (o meno) giustificare la modifica intervenuta alle condizioni dell'offerta, fermo quanto in precedenza osservato circa il limite (derivante dalle norme del TUF) che l'offerente incontra nel modificare in modo radicale i contenuti dell'offerta a suo tempo annunciata.

Negli studi e nella giurisprudenza sulla responsabilità da prospetto, la

⁽⁵⁸⁾ Va ricordato, infatti, che la responsabilità *ex art. 1337 c.c.* viene riferita non solo alla fase delle trattative, ma anche a quella della « formazione del contratto », come avviene in caso di revoca della proposta: v. in argomento G. PATTI - S. PATTI, *Responsabilità precontrattuale e contratti standard. Artt. 1337-1342*, in *Commentario al codice civile*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1993, 76 ss., ove anche la confutazione della tesi secondo cui la revoca della proposta non genera responsabilità perché inidonea a giustificare nell'oblato un'aspettativa alla conclusione del contratto (così invece E. GABRIELLI, *Lezioni sul contratto*, Trieste, 1982, 34). L'art. 1337 c.c. diviene quindi applicabile anche in caso di revoca di una offerta al pubblico: cfr., oltre agli autori citati, C.M. BIANCA, (nt. 30), 256. Il punto è colto anche dalla giurisprudenza che ha talora ipotizzato (anche se poi non accertato) una responsabilità precontrattuale della P.A. derivante dalla revoca di un bando di concorso pubblico: v. ad es. Cass., 3 marzo 2014, n. 4915; più in generale, sulla responsabilità precontrattuale possibilmente derivante *ex art. 1336 c.c.* in relazione a bandi pubblici, Cass., 29 marzo 1999, n. 3024.

L'esistenza di una relazione precontrattuale (o addirittura contrattuale) nei confronti degli azionisti è sovente affermata, anche in giurisprudenza, a proposito delle offerte obbligatorie, rispetto all'ipotesi in cui l'opa non venga promossa: v. per raggugli, da ultimo, F. CADORIN, *Opa obbligatoria e prezzo "equo"*, Milano, 2023, 218 ss. La natura negoziale della relazione tra mancato offerente e azionisti viene peraltro ricondotta alla norma dell'art. 106 TUF, ritenuta *ex se* "attributiva" di una pretesa al lancio di un'opa a prezzo equo. Tale situazione non mi pare dunque assimilabile (e le relative riflessioni non immediatamente estendibili) a quella esaminata nel testo, che è invece riferita all'opa volontaria e dove la relazione tra azionisti e offerente trova fonte in una manifestazione di volontà di quest'ultimo.

⁽⁵⁹⁾ Si veda quanto sopra osservato in ordine alla revoca "giustificata" dell'annuncio.

⁽⁶⁰⁾ In questo caso, la logica non è quella di una responsabilità precontrattuale da contratto valido, ma — ancora una volta — di frustrazione di aspettative dell'oblato ingenerate dal primo annuncio; circostanza, questa, indipendente dal fatto che poi l'oblato scelga comunque di aderire all'offerta.

sua configurabilità in termini precontrattuali viene talora esclusa in base all'argomento che la sollecitazione (*all'investimento*) è rivolta *in incertam personam* e manca un "contatto" fra offerente e oblato fino al momento della conclusione del contratto di sottoscrizione o acquisto ⁽⁶¹⁾.

Nel nostro caso, questo argomento appare meno pregnante. Di per sé, la sollecitazione (*al disinvestimento*) che si verifica nell'opa è strutturalmente diversa, perché l'offerta è rivolta a una compagine di investitori individuabile *ex ante* (i.e. gli azionisti dell'emittente). Inoltre, le dichiarazioni relative a una possibile opa sono per definizione rivolte al *mercato secondario* delle azioni oggetto di quell'ipotetica offerta. La fattispecie che stiamo esaminando è dunque propriamente comparabile solo con quella in cui il prospetto è rivolto agli investitori di titoli già in circolazione, come avviene per il prospetto di quotazione (art. 113 TUF) ⁽⁶²⁾. E tuttavia, mentre in quest'ultimo caso la diffusione, tramite il prospetto, di informazioni false (ad esempio in merito alle caratteristiche dell'emittente che offre al pubblico strumenti finanziari) influisce — per così dire *dall'esterno* — sugli scambi dei titoli in circolazione e sui relativi prezzi ⁽⁶³⁾, l'annuncio di un'opa — poi ritirato o radicalmente modificato nei suoi termini essenziali — va direttamente a frustrare l'aspettativa di disinvestimento ingenerata nei possessori delle azioni *nei confronti dello stesso offerente*, non diversamente da quanto avviene nel caso del ritiro da una trattativa negoziale. Sul punto, va rimarcato che tale aspettativa appare specialmente qualificata per via della obbli-

⁽⁶¹⁾ In particolare, la giurisprudenza della Suprema Corte qualifica la responsabilità da prospetto in termini esclusivamente aquiliani, negando la configurabilità di un contatto tra emittente e investitore fino al momento dell'acquisto; si osserva, in proposito, che la pubblicazione di un prospetto contenente informazioni false o fuorvianti costituisce violazione di un sistema normativo che si pone *a priori* rispetto alla formazione della volontà degli aderenti e prescinde, dunque, dalla dinamica precontrattuale: v. in particolare Cass., Sez. un., 8 aprile 2011, n. 8034, in *Foro it.*, 2011, I, 2750 ss.; Cass., 14 giugno 2018, n. 15707, in *Riv. not.*, 2019, II, 353 ss.

È il caso di ricordare la nota e diversa ricostruzione a suo tempo proposta da G.B. PORTALE con riferimento all'offerta di titoli al pubblico e alla responsabilità degli intermediari che cooperano con l'emittente in tale operazione (*Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Banca borsa*, 1982, I, 3 ss.): l'Autore qualifica la posizione giuridica di (alcuni fra) tali intermediari alla luce del loro ruolo « di assicurare, nell'interesse generale, la funzionalità del mercato », giungendo per tale via a qualificarne la responsabilità in termini di *culpa in contrahendo* (21 ss.).

⁽⁶²⁾ Per la distinzione strutturale fra responsabilità da prospetto di offerta al pubblico (diretta al mercato primario) e responsabilità da prospetto di quotazione, v. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, 272 ss., 276 ss.

⁽⁶³⁾ Il che rende in effetti difficile ricostruire un reale e diretto affidamento dell'investitore nei confronti dell'emittente (cfr. A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, 168) e giustifica la configurazione della responsabilità dell'emittente in termini aquiliani. Senonché, l'art. 113, comma 1, TUF, richiamando le norme dell'art. 94 sulla responsabilità da prospetto nel contesto di un'offerta al pubblico, consente di applicare l'inversione dell'onere probatorio che favorisce la posizione dell'investitore danneggiato: cfr. P. GIUDICI (nt. 62), 276 ss.

gatorietà della comunicazione, del suo contenuto vincolato dalla legge e dunque del valore affidante che essa le assegna: il che rafforza il “contatto” che viene a crearsi fra potenziale offerente e potenziali oblati.

A fianco della responsabilità di fonte precontrattuale, vi è l'altra faccia della medaglia, legata alla *tutela del mercato finanziario*, come avviene nel caso in cui i prodotti oggetto di offerta siano strumenti finanziari quotati o comunque abbiano una diffusione apprezzabile presso il pubblico. Invero, la “ritrattazione” di contenuti dell'annuncio originario può spiegare effetti sul prezzo dei titoli oggetto di offerta e sui comportamenti di coloro che siano indotti a compiere (o non compiere) operazioni sugli stessi a seguito delle dichiarazioni dell'offerente. Il tema è quello della diffusione di informazioni inesatte e delle omissioni informative che siano idonee ad alterare il corso degli strumenti finanziari. Si tratta di condotte che — prescindendo dalla loro rilevanza a fini penali e amministrativi — sono fonte di responsabilità aquiliana del dichiarante se dolosamente o colposamente decettive⁽⁶⁴⁾. Nel caso di specie, una comunicazione di offerta diffusa da chi agisce con l'intenzione di ritrattarla successivamente sarebbe, a mio avviso, perfino manipolativa⁽⁶⁵⁾.

A ben vedere, il profilo precontrattuale e quello della tutela del mercato giungono a sovrapporsi (con cumulo dei titoli di responsabilità) nei casi in cui il danneggiato sia anche destinatario dell'offerta annunciata: ciò si ri-

⁽⁶⁴⁾ Per una ricostruzione della questione e dei suoi risvolti più problematici (ad esempio, la presunzione di affidamento sull'informazione da parte dell'investitore, in linea con la c.d. *fraud-on-the-market theory* americana), cfr. *ex multis*, G. FERRARINI, *Sollecitazione del pubblico risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo - G.B. Portale, 10*, Torino, 1993, 141 ss.; S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000, 107 ss.; A. PERRONE (nt. 63), 171 ss.; P. GIUDICI (nt. 62), 243 ss. E v. in passato, in diversa prospettiva P. MARCHETTI, *Profili privatistici dell'insider trading*, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario: "l'insider trading"*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1992, 145 ss.; P. ABBADESSA, *L'insider trading nel diritto privato italiano: prima e dopo la legge n. 157/1991*, in *Banca borsa*, 1992, I, 762, nt. 32 (che ricollega alla violazione dell'art. 1375 c.c. la responsabilità dell'emittente che viene meno agli obblighi di informazione continua); A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *AGE*, 2002, 221 ss. (il quale ricostruisce la responsabilità in questione in termini contrattuali sulla base della tesi della “obbligazione senza prestazione” elaborata, in Italia, da Carlo Castronovo).

Sul problema della colpa (e del relativo parametro di diligenza) in situazioni di questo tipo, cfr. A. PERRONE (nt. 63), 177 ss.

⁽⁶⁵⁾ Si può fare l'esempio, forse un po' estremo, di un offerente che utilizza lo strumento della comunicazione di offerta quale “minaccia” per indurre a una trattativa il socio che controlla (di fatto) l'emittente. Si pensi anche a una comunicazione di offerta che presenti un prezzo largamente inferiore a quello “di riserva” dell'offerente, avendo quest'ultimo già deliberato di procedere, in sede di offerta, con successivi incrementi di corrispettivo. Coloro che hanno venduto azioni in pendenza della comunicazione di offerta — prima che vengano annunciati gli incrementi già in precedenza deliberati — potrebbero lamentare di aver subito un danno pari alla differenza con il maggior prezzo lucrato dai loro aventi causa che abbiano poi aderito all'opera?

flette in una comune configurazione del danno risarcibile, giacché il pregiudizio da frustrazione dell'affidamento finirà per coincidere con la differenza tra il prezzo di mercato dei titoli *post* annuncio dell'opa e il prezzo "corretto" a seguito della comunicazione di ritiro o modifica dell'offerta⁽⁶⁶⁾. Il danneggiato potrà beneficiare del più favorevole regime probatorio applicabile alla responsabilità precontrattuale, secondo la ricostruzione oggi accolta anche dalla giurisprudenza di legittimità⁽⁶⁷⁾.

È poi ipotizzabile l'azione *ex delicto* di chi, pur non essendo destinatario dell'offerta, ritenga di aver comunque sofferto un pregiudizio dal suo ingiustificato ritiro: si pensi ai titolari di azioni appartenenti a una categoria diversa da quella oggetto di offerta (il cui prezzo abbia tuttavia beneficiato dell'annuncio dell'operazione), o anche, forse, a investitori che dimostrino di *non* aver acquistato i titoli oggetto di opa (in quanto allineati verso l'alto al prezzo dell'offerta poi mancata) e di aver così perso un'opportunità di investimento nell'emittente a prezzo più conveniente⁽⁶⁸⁾.

Un ulteriore profilo di responsabilità dell'offerente, sempre a titolo extracontrattuale, è ravvisabile nei confronti dell'emittente, per via della *passivity rule*. Gli amministratori della società *target* potrebbero infatti lamentare che l'applicazione dell'art. 104 TUF fin dalla data di annuncio dell'offerta poi non perfezionatasi — e, più in generale, la necessità di tenere conto dell'interesse degli azionisti in pendenza di un'offerta poi non concretizzatasi — abbia condizionato i comportamenti gestori, ad esempio inibendo nuove iniziative di *business* o determinando la perdita di opportunità strategiche⁽⁶⁹⁾.

È appena il caso di segnalare, infine, che, in caso di insorgenza dell'obbligo di opa, sarà l'*omissione* della dovuta comunicazione di offerta a venire in rilievo quale comportamento che è fonte di responsabilità nei confronti dei mancati oblati e del mercato (questo tema, peraltro, è stato sviscerato negli studi sul danno da mancata opa).

⁽⁶⁶⁾ Si prescinde qui dalle considerazioni attinenti al nesso causale, e cioè dalla verifica di riconducibilità dell'oscillazione del titolo alla condotta "informativa" dell'offerente. L'aspetto è strettamente legato al problema della presunzione di affidamento cui si è accennato alla nt. 64 (rinvio dunque agli Autori ivi citati).

⁽⁶⁷⁾ Peraltro, sul fatto che anche la responsabilità da diffusione di informazioni inesatte sul mercato secondario sia caratterizzata da inversione dell'onere della prova, cfr. quanto richiamato alla nota 65.

⁽⁶⁸⁾ Trattandosi qui di responsabilità aquiliana, il danno risarcibile non è limitato dalla sua prevedibilità; ma il lucro cessante è soggetto a valutazione equitativa del giudice (art. 2056, comma 2, c.c.).

⁽⁶⁹⁾ Nell'inquadrare questa ipotesi occorre neutralizzare i rischi di duplicazione del danno risarcibile. Qualora un azionista avesse già ottenuto il risarcimento di un danno collegato alla perdita di valore delle azioni, potrebbe dubitarsi che l'offerente sia tenuto a risarcire anche l'emittente, se risultasse che la perdita di opportunità strategiche esemplificata nel testo sia già "scontata" nel calo di prezzo che le azioni hanno avuto dopo la notizia del ritiro dell'opa precedentemente annunciata.

7. In precedenza si è individuato un lasso temporale che, muovendo a ritroso dalla comunicazione di offerta, risale alla fase in cui un *progetto* di opa va delineandosi, vuoi nella sfera (organizzativa e decisionale) del potenziale offerente, vuoi anche sotto forma di contatti e interlocuzioni con l'esterno. Si tratta di una fase assai delicata, anche per via della sua incompleta regolamentazione, che pone diversi ordini di questioni. Le principali sono state individuate: (i) nel trattamento da riservare alla “informazione-opa” in questa fase preparatoria, sotto il profilo della disciplina sull’informazione continua ⁽⁷⁰⁾; (ii) nel regime applicabile alle informazioni di natura riservata o anche privilegiata che vengano scambiate in questa fase tra offerente, emittente ed eventuali azionisti rilevanti ⁽⁷¹⁾; (iii) negli acquisti di titoli effettuati dall’offerente (o dalle persone che con esso agiscono di concerto) prima dell’opa ⁽⁷²⁾.

⁽⁷⁰⁾ Si rinvia alle considerazioni svolte alla nota 22, ove si è dato conto anche di un recente provvedimento della Consob sul problema del ritardo *ex art.* 17, par. 4, MAR, nella fase preparatoria di un’offerta volontaria.

⁽⁷¹⁾ La questione attiene a diversi profili. Un primo aspetto riguarda i contatti tra offerente e soci rilevanti dell’emittente: il punto è recentemente esplorato da G. STRAMPELLI - A. ZOPPINI, *OPA volontaria e accordi preventivi tra l’offerente e i soci rilevanti dell’emittente*, in *Banca borsa*, 2022, I, 356 ss. (e, in passato, da R. WEIGMANN (nt. 11), a 518, 523 s.). Un secondo aspetto riguarda la *due diligence* che l’offerente intenda effettuare sulla società *target*, tema affrontato *funditus* da M. MAUGERI (nt. 15), 267 ss., e da M. SAGLIOCCA (nt. 15), 65 ss., prevalentemente nell’ottica della disciplina delle informazioni privilegiate in questa fattispecie e della applicazione del problematico art. 9, par. 4, MAR, che subordina la presunzione di legittimità del comportamento dell’offerente in possesso di informazioni privilegiate relative alla società *target* alla avvenuta *disclosure* delle informazioni stesse nel momento dell’accettazione dell’offerta da parte degli azionisti della società *target*. L’esperienza di altri ordinamenti è assai utile nell’analisi della questione, per esempio in relazione al problema se l’offerente e la *target* debbano mettere a disposizione dei concorrenti le medesime informazioni dischiuse in *due diligence*: cfr. per es. BAFIN, *Emittentenleitfaden, Modul C (Regelungen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung - MAR), Ad-hoc-Publizität und Insiderhandelsverbote*, disponibile sul sito *bafin.de*. Più in generale, sulla *due diligence* relativa a società quotate, v. U. TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence*, in *Banca borsa*, 2008, I, 65 ss.; L. PICONE, *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, *ivi*, 2004, I, 234 ss.; P. CARRIÈRE, *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva market abuse*, in questa *Rivista*, 2006, 338 ss.

⁽⁷²⁾ Viene qui in rilievo, tanto nelle opa volontarie quanto in quelle obbligatorie, il problema del rastrellamento di azioni in vista dell’offerta (c.d. *stakebuilding*), nonché la correlata questione del c.d. *insider* di se stesso. La letteratura sul punto è ormai vasta: tra i principali contributi sull’*insider* di se stesso si ricordano (oltre a quelli di Maugeri e Saggiocca sopra citati), S. GILOTTA, *Riflessioni sull’insider di se stesso*, in *Nuove leggi civ.*, 2019, 395 ss.; M. VENTORUZZO, *Qualche nota sul cosiddetto “insider di sé stessi” alla luce del Regolamento UE sugli abusi di mercato*, in *Società*, 2018, 739 ss.; S. LOMBARDO (nt. 18), 50 ss. Più in generale, sul problema dello *stakebuilding* nel contesto della disciplina degli assetti proprietari, sia consentito il rinvio a G. SANDRELLI, *Note sulla disciplina “anti-scorrerie”*, in questa *Rivista*, 2018, 186 ss.; più recentemente, C. PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, Torino, 2020, 216 ss. e *passim*.

Risulta invece meno studiato — sebbene sia emerso in alcuni significativi episodi recenti — il tema degli effetti prodotti da dichiarazioni che siano *spontaneamente* diffuse da un potenziale offerente o dalla società *target* nella fase in cui la decisione di promuovere l'offerta non si è ancora formata o, comunque, non è ancora dovuta o possibile la comunicazione di offerta. È questo un campo nel quale, nuovamente, aspetti (pre-)negoziali e profili di tutela del mercato interagiscono in modo problematico.

Alcuni esempi consentono di inquadrare meglio il problema. (a) Un soggetto sottoscrive un contratto preliminare per l'acquisto di una partecipazione societaria superiore alla soglia di rilevanza dell'art. 106 TUF; egli annuncia al mercato l'operazione, segnalando che, una volta perfezionatosi l'acquisto (che è in ipotesi subordinato a condizioni sospensive), occorrerà dar corso ad opera successiva totalitaria. (b) Un potenziale acquirente comunica all'emittente e al mercato la propria intenzione di promuovere un'offerta volontaria sulla totalità delle azioni di una società quotata, subordinatamente all'esito favorevole di una *due diligence* che si chiede al *board* di poter effettuare, oppure al compimento di certe azioni gestorie da parte dell'organo amministrativo della società *target*. (c) Il consiglio di amministrazione di una società con azioni quotate comunica al mercato di aver ricevuto manifestazioni di interesse da uno o da più potenziali offerenti e che intende consentire loro l'accesso a un certo numero di informazioni riguardanti l'emittente.

Il primo esempio evidenzia due distinti momenti informativi: quello relativo al futuro ed eventuale sorgere del presupposto dell'opera obbligatoria e quello consistente nella successiva comunicazione di offerta vera e propria, che sarà diffusa solo in caso di avveramento delle condizioni sospensive e conseguente perfezionamento dell'acquisto della partecipazione rilevante. Entrambe tali dichiarazioni sono *price sensitive*, ma solo la seconda possiede i requisiti di completezza e definitività che innescano, ai sensi dell'art. 102 TUF, l'obbligo di comunicazione al pubblico; la prima informazione, invece, è comunicata su base volontaria, salvo che il futuro offerente sia soggetto a obblighi di *disclosure ex art. 17 MAR* e l'informazione sia *price sensitive* rispetto ai *suoi* strumenti finanziari. È da notare che, nel momento in cui viene sottoscritto un contratto di acquisizione (preliminare oppure anche definitivo, ma con esecuzione subordinata all'avveramento futuro e incerto di condizioni), non si è ancora realizzato l'acquisto che dà luogo a obbligo di opera, né è detto che il futuro offerente sia già in condizione di adempiere agli obblighi di pagamento del corrispettivo dell'offerta; non sarebbe quindi neppure legittimo procedere a una comunicazione di offerta, come in precedenza si è cercato di dimostrare.

Gli altri due esempi sono più problematici, perché riguardano operazioni volontarie, nelle quali appare sussistente *ab initio* l'intenzione dell'acquirente di dar corso a un'offerta, ma, d'altra parte, l'esistenza di importanti (pre-)condizioni rende il perfezionamento della futura operazione signifi-

cativamente incerto: quando può dirsi assunta, in questi casi, una decisione che fa sorgere l'obbligo di comunicazione *ex art. 102, comma 1, TUF*? E quali sono le tutele per il mercato e per l'emittente, esposti per un periodo di tempo indefinito agli effetti di un "pre-annuncio" di opa?

A ben vedere, questa "zona grigia" che precede la comunicazione di offerta non è un'area ignorata dalle norme del Testo Unico. Va infatti richiamato l'ultimo comma dell'art. 102 TUF, che regola l'intervento della Consob in caso di « indiscrezioni » in merito a una « possibile offerta pubblica », nel caso in cui vi siano irregolarità nell'andamento dei titoli interessati ⁽⁷³⁾: vengono menzionati i « *potenziali offerenti* », ai quali si estende eccezionalmente il potere della Consob di richiedere — *ex art. 114, comma 5* — la diffusione al pubblico di informazioni ritenute necessarie per il mercato (tale potere, di regola, si attiverebbe solo a seguito della comunicazione di offerta: cfr. art. 103, comma 2) ⁽⁷⁴⁾. La norma, quindi, apre una finestra di osservazione su una situazione simile a quelle qui discusse: quella in cui operano soggetti che, pur intenzionati a dar corso ad un'opa, non sono ancora obbligati ad annunciarla ⁽⁷⁵⁾. La Consob ha quindi il potere di richiedere al "sospettato" offerente di rendere pubbliche le sue intenzioni sull'eventuale

⁽⁷³⁾ Il riferimento ai « titoli » sembra restringere il campo di applicazione di questa norma alle potenziali offerte che abbiano ad oggetto strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto in assemblea.

⁽⁷⁴⁾ La norma trova un suo fondamento europeo nell'art. 6, par. 1, della Direttiva OPA, dove prevede che « [g]li Stati membri possono richiedere che l'autorità di vigilanza sia informata prima che la decisione [*di promuovere un'offerta*] sia resa pubblica »; ciò in un contesto nel quale il *gold plating* anche informativo è comunque consentito dall'art. 3, par. 2, lett. b). Si noti il carattere eccezionale di questo potere della Consob, che è esercitabile verso soggetti che non solo non si qualificano (ancora) come offerenti, ma possono non avere alcun rapporto partecipativo con un emittente quotato (tale rapporto costituisce invece il presupposto per l'applicazione in via generale dell'art. 114, comma 5, TUF): la pregnanza del potere dell'autorità di vigilanza previsto dalla norma in commento è sottolineata da P. BENAZZO (nt. 3), 1364. La norma in esame non richiama, invece, l'art. 115 TUF e, quindi, il potere della Consob di assumere informazioni *presso il potenziale offerente*, prima di imporne la diffusione al mercato. Sembrerebbe, peraltro, che il potere di cui all'art. 115 comunque sussista in virtù della generale previsione di cui all'art. 102, comma 7, che, in materia di opa, legittima l'esercizio di tale forma di vigilanza informativa nei confronti di « chiunque appaia informato dei fatti ». D'altra parte, l'autorità è in condizione di imporre la comunicazione al pubblico di certe informazioni solo nella misura in cui ne abbia prima acquisito contezza e abbia potuto valutarne la completezza e l'effettivo apporto che le stesse sono suscettibili di fornire al bagaglio informativo del mercato. Sull'art. 102, comma 8, cfr. A. POMELLI (nt. 15), 755 s.; M. TESEI (nt. 15), 1236. Nel diritto inglese, situazioni come quelle contemplate nell'art. 102, u.c., TUF danno luogo a un vero e proprio *duty to speak* a carico del potenziale offerente o del *board* della società *target*; l'obbligo di effettuare un comunicato non dipende, dunque, dall'iniziativa del *Takeover Panel*, benché si raccomandandi la previa consultazione con quest'ultimo: cfr. §§ 2.2© e 2.2(d), nonché 2.3 (e relative note) del *Takeover Code*.

⁽⁷⁵⁾ Diversamente opinando, evidentemente, non avrebbe senso che alla Consob sia attribuito il potere di esigere una *disclosure* di mere intenzioni. Sulla richiesta di comunicazione al pubblico della mera intenzione di promuovere un'offerta, cfr. ad es. A. POMELLI (nt. 29), 756.

operazione o, secondo i casi, all'emittente di informare sulle interlocuzioni in corso: il che può portare (se non viene opposto il reclamo *ex art.* 114, comma 6, TUF) a *disclosure* su eventuali operazioni allo studio, oppure al diniego che tali progetti di operazioni esistano ⁽⁷⁶⁾. L'esercizio di tale potere dell'autorità di vigilanza è però subordinato al ricorrere di due presupposti: la presenza di *rumours* di mercato e, al contempo, di « irregolarità » nell'andamento dei titoli interessati.

Ora, negli esempi sopra proposti non vi sono *rumours*, bensì *spontanee* diffusioni di informazioni da parte di soggetti interessati: il potenziale offerente o il potenziale *target*. Nondimeno, il presidio stabilito dall'art. 102, u.c., TUF pare suscettibile di applicazione anche in tali diverse fattispecie. Invero, se la Consob ha potere di intervento in caso di mere indiscrezioni, a maggior ragione tale potere deve ritenersi attribuito all'autorità quando vi sia una volontaria diffusione di informazioni, la quale — in coerenza con le finalità del richiamato art. 114, comma 5 — richieda di essere circostanziata o completata per evitare che si verifichino effetti potenzialmente perturbanti per il mercato ⁽⁷⁷⁾.

In proposito, è particolarmente significativa l'esperienza del *Takeover Code* inglese, dove il “pre-annuncio” di offerta costituisce fattispecie dettagliatamente regolata ⁽⁷⁸⁾. Quell'articolato impianto normativo non è evidentemente trasponibile nel contesto italiano, dove l'informazione al pubblico nella fase pre-offerta è rimessa alla interazione tra offerente/emittente, Consob e mercato sulla base di una previsione di ordine generale come quella dell'art. 114, comma 5, TUF. Tuttavia, dalla soluzione che il *Code* offre ad alcune questioni si traggono spunti utili a orientare i comportamenti degli interessati. Di seguito alcuni interrogativi rilevanti:

⁽⁷⁶⁾ Più difficile, in tale contesto, ipotizzare un “*no comment*”, che non pare compatibile con la fattispecie di cui all'art. 114, comma 5, TUF, la quale si riferisce alla richiesta di comunicazione di *notizie e documenti*. Ove l'interessato ritenga di non essere tenuto a effettuare la comunicazione richiesta, lo strumento previsto è quello tipico (ancorché di rara applicazione) del reclamo *ex art.* 114, comma 6: reclamo che comporta una automatica sospensione del provvedimento di ingiunzione di *disclosure*. Si è argomentato che, proprio alla luce dello strumento del reclamo, la tutela della riservatezza delle informazioni aziendali può prevalere sull'interesse alla trasparenza del mercato, fermo il limite dei « fatti e circostanze essenziali » che possano indurre il pubblico in errore: cfr. R. COSTI (nt. 19), 158 s.

⁽⁷⁷⁾ È discusso se l'ambito applicativo dell'art. 114, comma 5, TUF si limiti a informazioni di tipo *price sensitive*, oppure debba ritenersi esteso a notizie che non abbiano tale natura, ma siano comunque ritenute necessarie per la corretta informazione del pubblico. Cfr. in argomento, ad es., con diversi orientamenti, S. GILOTTA, *Art. 114*, in *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, II, Torino, 2021, 1164; M. RANIELI, *Art. 114*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da V. Calandra Buonauro, Padova, 2020, 874.

⁽⁷⁸⁾ Oltre a quanto si riferisce nel testo, tale disciplina contiene molti spunti utili in una prospettiva *de iure condendo*, a partire dall'obbligo di preventiva consultazione con il *Takeover Panel*, a carico del potenziale offerente che intenda rendere dichiarazioni al mercato su una potenziale offerta: cfr. § 2.3 del *Code*.

— se la dichiarazione dell'*intenzione* di promuovere un'offerta comporti un "vincolo" in tal senso per chi la effettua. La risposta offerta dal *Takeover Code* (§ 2.6) è nel senso di imporre al dichiarante un termine (28 giorni) per comunicare, alternativamente, la propria *firm intention* di effettuare l'offerta (equivalente alla nostra comunicazione ex art. 102, comma 1, TUF), oppure la propria decisione di *non* effettuare un'offerta, con conseguente attivazione di un periodo di blocco di sei mesi, durante i quali non è consentito promuovere una nuova operazione ⁽⁷⁹⁾;

— quale vincolo possa derivare da dichiarazioni riguardanti il *prezzo* della futura offerta. Al riguardo, il *Code* (§ 2.5(a)) prevede che il potenziale offerente rimanga vincolato alle sue dichiarazioni, sicché il prezzo non potrà essere ridotto o — se così dichiarato — non potrà essere aumentato se non in presenza di circostanze sopravvenute ed eccezionali;

— se la comunicazione di "pre-annuncio" contenga il riferimento a *pre-conditions*. In tal caso sono previste una *disclosure* specifica e un'avvertenza circa il fatto che la dichiarazione di annuncio non può essere interpretata come *firm intention*, proprio perché quest'ultima potrà essere comunicata solo subordinatamente all'avveramento delle condizioni (*Code*, § 2.5(c)).

8. Guardando al contesto italiano, ci si può chiedere se vincoli informativi simili a quelli proposti dall'esperienza inglese possano ricavarsi dall'applicazione di principi generali invocabili nella fase preparatoria dell'opa. Seguendo ancora una volta il binario contratto-mercato, va verificata la possibile rilevanza *negoziale* delle dichiarazioni di pre-annuncio.

Nei confronti, anzitutto, *dell'emittente*, le comunicazioni del potenziale offerente sono certamente idonee a ingenerare affidamenti: ad esempio, chi dichiara l'intenzione di promuovere un'offerta a un certo premio di mercato, subordinatamente al completamento di una *due diligence*, induce il consiglio di amministrazione dell'emittente ad attivarsi per contemperare gli interessi (sociali) in gioco: quello alla riservatezza delle informazioni aziendali, da un lato, quello degli azionisti a beneficiare di un'opportunità di disinvestimento potenzialmente profittevole, dall'altro ⁽⁸⁰⁾. Ciò avviene sulla base di una valutazione di serietà delle dichiarazioni ricevute, che dunque possono rivestire per l'emittente una valenza affidante.

Sul punto, appare difficile affermare che l'affidamento ingenerato nell'emittente rivesta un rilievo di tipo negoziale — con conseguente imputabilità al dichiarante di una responsabilità *in contrahendo* ex art. 1337 c.c. — dal momento che tra l'emittente e il (potenziale) offerente non è previsto (né

⁽⁷⁹⁾ Una disciplina specifica è prevista nel caso in cui vi siano pre-offerte concorrenti.

⁽⁸⁰⁾ V. per tutti R. SACCHI, *Due ipotesi di asimmetria informativa consentita nelle s.p.a. non quotate*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di P. Marchetti - F. Ghezzi - R. Sacchi, Milano, 2020, part. 52 ss.

è oggetto di trattativa) l'instaurarsi di alcun rapporto contrattuale in relazione alla futura offerta. Può addivenirsi, naturalmente, alla sottoscrizione di accordi di riservatezza o relativi allo svolgimento della *due diligence*: essi hanno però oggetto diverso da quello della (futura ed eventuale) offerta ⁽⁸¹⁾.

La potenziale responsabilità cui l'offerente è esposto si configura, dunque, come extracontrattuale e dipenderà, secondo le circostanze del caso, dalla "intensità" dell'affidamento creatosi: ciò vuoi con riguardo al contenuto delle dichiarazioni dell'interessato, vuoi anche con riguardo al contesto esterno (si pensi alla presenza di una pluralità di potenziali offerenti rispetto ai quali il consiglio si trovi a dover effettuare scelte di preferenza). Va d'altra parte rilevata la difficoltà di ricostruire il pregiudizio che l'emittente possa far valere nei confronti dell'offerente ingiustificatamente ritiratosi. Certo l'emittente non pare legittimato a far valere perdite di opportunità o *chance* che competono semmai ai soci e non sono destinate a riverberarsi sul patrimonio sociale ⁽⁸²⁾. La responsabilità del mancato offerente pare allora più che altro riferibile ai costi che l'emittente abbia dovuto sostenere per l'assistenza nelle interlocuzioni con quest'ultimo e in relazione all'eventuale *due diligence* che sia stata avviata.

Per le stesse ragioni (assenza di un legame negoziale tra il candidato offerente ed emittente), è da ritenersi che il primo non sia tenuto a riscontrare l'eventuale richiesta, proveniente dal consiglio di amministrazione della potenziale *target*, di precisare o specificare le proprie intenzioni, oppure di esprimersi in modo "definitivo" sull'offerta entro un certo termine, secondo il modello inglese ⁽⁸³⁾.

Altrettanto difficile è annettere una valenza negoziale alle dichiarazioni del potenziale offerente nei confronti *degli azionisti*. Si è argomentato, in precedenza, che un tale rilievo può essere attribuito alla comunicazione *ex*

⁽⁸¹⁾ Diverso potrebbe essere il caso — però inusuale in Italia — in cui la *target* abbia concesso al potenziale acquirente una esclusiva, con la conseguenza di escludere, ad esempio, altri interessati dalla *due diligence*. In questo caso, un irragionevole ritiro dell'interesse inizialmente manifestato potrebbe esporre il potenziale offerente a una responsabilità di fonte negoziale, che potrebbe essere anche contrattualizzata prevedendo clausole penali o *break-up fees*.

⁽⁸²⁾ Penso, ad esempio, all'allontanarsi di potenziali concorrenti dopo che il *board* della società bersaglio abbia deciso di concedere accesso a informazioni sull'emittente al solo potenziale offerente che si sia poi ingiustificatamente ritirato. L'ipotetico pregiudizio (pur in teoria prospettabile) consistente nella mancata crescita del valore del patrimonio sociale in caso di aggiudicazione del controllo ad altro più serio offerente non avrebbe i requisiti di attualità e verificabilità che sono necessari per poterne predicare la risarcibilità in capo all'emittente.

⁽⁸³⁾ Naturalmente, il comportamento dell'interessato di fronte alle richieste del consiglio di amministrazione sarà da quest'ultimo valutato al fine di decidere in ordine all'avvio o al prosieguo di una *due diligence*. Tale valutazione è evidentemente da porre in relazione con le responsabilità (in questo caso tipiche e derivanti dall'applicazione dell'art. 2392 c.c.) che gli amministratori portano nei confronti della generalità degli propri azionisti là dove, in occasione dell'avvicinamento di potenziali offerenti, si decide in merito alla condivisione con essi di informazioni riservate.

art. 102, comma 1, TUF, in considerazione del grado di completezza del suo contenuto (secondo quanto previsto dalla normativa) e della peculiare valenza affidante che la legge stessa sancisce. Nella fase preliminare in esame, non vi è un'offerta e neppure un impegno a presentarla, sicché la creazione di legami affidanti appare in concreto remota.

Eventuali responsabilità del dichiarante nei confronti degli azionisti potrebbero emergere se si passa dalla dimensione negoziale a quella del "mercato": ciò sulla base dell'impianto già sopra richiamato della responsabilità da informazioni inesatte⁽⁸⁴⁾.

In proposito, di là dal generico richiamo all'art. 2043 c.c., possono enuclearsi alcuni vincoli di fonte "regolatoria" alla attività comunicativa del potenziale offerente, rispetto ai quali potrebbe attivarsi la vigilanza "informativa" dell'autorità ex artt. 102, ultimo comma, TUF, qualificando, quindi, la responsabilità da fatto illecito del dichiarante. Un primo vincolo è individuabile nella completezza dell'informazione resa al mercato: invero, l'applicazione dell'art. 114, comma 5, TUF — e del conseguente obbligo di diffondere notizie ritenute dall'autorità necessarie per l'informazione del pubblico⁽⁸⁵⁾ — sembra trovare spazio proprio in relazione alla richiesta di *completare e precisare* una dichiarazione di intenti lacunosa: ad esempio, chiarendo i tempi orientativi nei quali si prevede di decidere in ordine alla potenziale offerta, oppure dichiarando se sono state fatte valutazioni sul prezzo. Vero che la Consob non pare munita, come invece avviene nel modello inglese, del potere di imporre un termine perentorio per "sciogliere" la riserva. Tuttavia, l'autorità potrebbe perseguire un risultato pratico assai simile mediante la richiesta al potenziale offerente, eventualmente replicata in più momenti successivi, di aggiornare il mercato circa l'evoluzione delle proprie intenzioni.

Un secondo vincolo riguarda l'aggiornamento dell'informativa (non *price sensitive*) diffusa al mercato. Nella disciplina dell'informazione societaria vi sono convergenti indicazioni nel senso di vincolare il dichiarante a rendere noti gli elementi di fatto o le valutazioni che inducano a modificare intenzioni precedentemente dichiarate, anche solo su base volontaria. È il caso, ad esempio, della c.d. dichiarazione sulle intenzioni prevista dall'art. 120, comma 4-*bis*, TUF, cui sono obbligati coloro che acquistino partecipazioni superiori al 10% in un emittente quotato: il « cambiamento delle intenzioni sulla base di circostanze oggettive sopravvenute » è oggetto di obbligatoria comunicazione nei sei mesi successivi alla prima dichiarazione. Analogamente, quando un emittente abbia *spontaneamente* reso noti dati previsionali — tipicamente all'interno di un piano industriale — è tenuto ad aggiornare continuativamente tali informazioni « in modo da assicurare, nel

⁽⁸⁴⁾ Cfr. *supra*, par. 5.

⁽⁸⁵⁾ Cfr. *supra*, nt. 77.

tempo, la correttezza dell'informazione fornita »⁽⁸⁶⁾; e ciò nonostante tali informazioni non rivestano necessariamente natura privilegiata e non siano quindi autonomamente oggetto di *disclosure* obbligatoria ex art. 17 MAR. Nella stessa logica, non è consentita l'apertura di un c.d. ritardo quando un *profit warning* smentisca le previsioni precedentemente diffuse al mercato⁽⁸⁷⁾.

Seguendo questa coerente indicazione interpretativa, colui che abbia dichiarato intenzioni riguardanti una possibile offerta potrebbe ritenersi tenuto a fornire aggiornamenti sulla modifica di tali intenzioni, quanto meno fintanto che la riserva circa la decisione sul lancio dell'operazione non sia sciolta. Ci si può forse spingere a ipotizzare che al medesimo obbligo soggiaccia chi abbia espressamente negato il proprio interesse all'investimento in un certo emittente: nel senso che tale dichiarante sarà tenuto a comunicare al mercato un eventuale ripensamento anche *prima* di aver maturato la decisione di effettuare l'offerta ed essere quindi tenuto alla comunicazione di offerta. Anche tali obblighi informativi appaiono coercibili attraverso lo strumento dell'art. 114, comma 5, TUF.

⁽⁸⁶⁾ Cfr. la risposta al quesito n. 3 compreso tra i Q&A pubblicati dalla Consob in data 18 marzo 2021 *sull'informazione selettiva nei confronti dei soci e, in particolare, del socio di controllo nonché sulla pubblicazione delle informazioni privilegiate relative ai piani industriali* (disponibili sul sito dell'autorità). In precedenza, un analogo principio era stabilito dall'art. 68 RE ora abrogato. Tale approccio sembra oggi ricevere un significativo avallo in sede europea, se si ha riguardo alla proposta della Commissione di precisare la disciplina del ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, consentendolo (in particolare) quando l'informazione posticipata non sia diversa in modo rilevante da annunci precedentemente diffusi, e precludendolo quando, invece, contrasta con le aspettative di mercato generate da attività comunicative dell'emittente: si veda la *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) 2017/1129, (EU) No 596/2014 and (EU) No 600/2014 to make public capital markets in the Union more attractive for companies and to facilitate access to capital for small and medium-sized enterprises* del 7 dicembre 2022 (COM(2022) 762 final) (e in particolare il consid. 61, nonché le modifiche all'art. 17, par. 4, MAR portate dall'art. 2(38)).

⁽⁸⁷⁾ Cfr. gli Orientamenti dell'ESMA in tema di *Ritardi nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate e interazioni con la vigilanza prudenziale*, nella versione del 13 aprile 2022. E v. ora la coerente proposta della Commissione citata alla nota che precede. In epoca pre-MAR, si richiama il caso del *profit warning* di Saipem S.p.A. nel 2013, la cui omessa tempestiva comunicazione al mercato fu sanzionata dalla Consob con delibera n. 18949 del 18 giugno 2014.