

Andrea Zoppini

**BREVI CENNI CONCLUSIVI
IN TEMA DI OPA**

Estratto

ANDREA ZOPPINI *

Brevi cenni conclusivi in tema di OPA **

SOMMARIO: 1. I principali interrogativi in materia di OPA. Crescente attenzione intorno al valore della certezza del diritto. — 2. Il superamento di taluni paradigmi ideologici. — 3. Conclusioni.

1. Credo che il nostro incontro abbia rispettato le aspettative che come promotori dell’iniziativa, in nome del Centro Ferro-Luzzi, ci eravamo posti e avevamo suscitato nei partecipanti.

L’incontro aveva infatti l’obiettivo di rispondere ad un interrogativo fondamentale che qui semplifico: se la disciplina dell’OPA — in virtù dei suoi trent’anni, pur avendo subito nel tempo vari *lifting* — necessiti di essere ripensata, se non in via radicale, quantomeno in modo significativo.

Provo a ripercorrere in via assolutamente sintetica e per *slogan* i profili fondamentali che sono stati trattati.

Innanzitutto, la Corte di Giustizia Europea, interpellata in via pregiudiziale dal Consiglio di Stato sul tema del potere della Consob di rettificare in aumento il prezzo dell’OPA, ha definitivamente chiarito — determinando così l’annullamento da parte del Consiglio di Stato del provvedimento dell’Autorità — che uno degli elementi fondamentali di questa disciplina sia la *certezza*, perché solo la certezza del diritto incentiva le operazioni.

Al riguardo, la Direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche d’acquisto prevede che il legislatore nazionale possa arricchire di nuove fattispecie la regolamentazione della materia, purché ciò avvenga in modo preciso e con regole chiare e definite (art. 3, par. 2). Alla Corte europea è stato domandato se la richiesta di una norma di precisa ed esatta individuazione precluda, al legislatore nazionale, l’utilizzo di concetti indeterminati

(*) Professore ordinario di Diritto civile nell’Università degli Studi di Roma Tre.

(**) Il presente testo è la relazione, comprensiva di note, al convegno tenutosi presso il Senato della Repubblica in data 11 marzo 2022 intitolato “Trent’anni di OPA”.

ovvero di norme generali: nel caso di specie, si trattava d'interpretare, alla luce dell'art. 5, par. 4, comma 2, lett. *d*), della direttiva ⁽¹⁾ una normativa nazionale, come quella dettata dall'art. 106, comma 3, lett. *d*), n. 2), TUF e dall'articolo 47-*octies* del Regolamento Emittenti, nella parte in cui le citate disposizioni autorizzano la Consob ad incrementare il prezzo dell'offerta pubblica di acquisto, di cui all'art. 106 TUF, qualora ricorra la circostanza che « vi sia stata collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori », senza, tuttavia, individuare le specifiche condotte che integrano tale fattispecie; dunque senza determinare chiaramente le circostanze e i criteri in presenza dei quali la Consob è autorizzata a rettificare in aumento il prezzo dell'offerta pubblica di acquisto ⁽²⁾.

La risposta dei giudici lussemburghesi è particolarmente interessante. Secondo la Corte europea, non è precluso l'utilizzo di concetti indeterminati o astratti, purché sussista una sola condizione: tali concetti devono essere in grado di descrivere con certezza le circostanze applicative — sulla base del processo interpretativo condiviso — e, pertanto, individuabili *ex ante*.

La Corte europea ha, quindi, chiarito che la concretizzazione del concetto indeterminato non debba essere rimessa ad un processo interpretativo *ex post*, e ciò in virtù delle particolari caratteristiche del mercato in oggetto, ossia quello dei mercati finanziari, ove la conoscibilità *ex ante* è una regola fondamentale dell'efficienza, della legittimità e della legalità del funzionamento dello stesso ⁽³⁾.

Ritengo, quindi, che dobbiamo auspicare regole più semplici, più ele-

⁽¹⁾ « Nel rispetto dei principi generali contenuti nell'articolo 3, par. 1, gli Stati membri possono autorizzare le autorità di vigilanza a modificare il prezzo di cui al comma precedente in circostanze e secondo criteri chiaramente determinati. A tale scopo, possono redigere un elenco di circostanze nelle quali il prezzo massimo può essere modificato, verso l'alto o verso il basso, come ad esempio se il prezzo massimo è stato concordato tra l'acquirente ed un venditore, se i prezzi di mercato dei titoli in oggetto sono stati manipolati, se i prezzi di mercato in generale o in particolare sono stati influenzati da eventi eccezionali, o per permettere il salvataggio di un'impresa in difficoltà. Possono altresì definire i criteri da utilizzare in questi casi, come ad esempio il valore medio di mercato su un certo periodo, il valore di liquidazione della società o altri criteri oggettivi di valutazione generalmente utilizzati nell'analisi finanziaria ».

⁽²⁾ Corte giust., sent. 20 luglio 2017, causa C-206/16, *Marco Tronchetti Provera SpA e altri c. Consob*. L'indirizzo interpretativo trova conferma in Corte giust., sent. 24 ottobre 2017, cause riunite C-655/16 e C-656/16, *Hitachi Rail Italy Investments Srl e Finmeccanica SpA c. Consob*; Corte giust., sent. 11 gennaio 2018, cause riunite C-654/16, C-657/16 e C-658/16, *Amber Capital Italia Sgr SpA e altri c. Consob*.

⁽³⁾ Corte giust., sent. 20 luglio 2017, causa C-206/16 (nt. 2), par. 48: « l'art. 5, par. 4, comma 2, della direttiva 2004/25 deve essere interpretato nel senso che esso non osta a una normativa nazionale, come quella di cui trattasi nel procedimento principale, che consente all'autorità nazionale di vigilanza di aumentare il prezzo di un'OPA in caso di "collusione" senza precisare le condotte specifiche che caratterizzano tale nozione, a condizione che l'interpretazione della suddetta nozione possa essere desunta da tale normativa in modo sufficientemente chiaro, preciso e prevedibile, mediante metodi interpretativi riconosciuti dal diritto interno ».

mentari, che siano tuttavia conoscibili *ex ante*, poiché il costo di tali operazioni è tale che l'incertezza le preclude.

2. Volendo sintetizzare quanto è stato in precedenza esplicitato, si è oggi da più parti constatato come siano cambiati alcuni paradigmi ideologici della disciplina, cioè assunzioni indimostrate sulla cui base quest'ultima e molte meta-norme — ovvero elaborazioni teoriche, o anche pratiche, della disciplina medesima — avevano preso forma.

Da una parte, infatti, si sono significativamente arricchiti gli strumenti concettuali di ragionamento e, dall'altra, l'esperienza ci ha fornito rilevanti indicazioni in senso contrario rispetto ai postulati generalmente accolti ai tempi della prima entrata in vigore della normativa.

Il paradigma ideologico a cui mi riferisco prevede l'esistenza di un principio di ordine pubblico legato alla necessità di ripartire attraverso le offerte pubbliche il plusvalore del controllo; tale ripartizione sarebbe giustificata, in ultima analisi, dall'esigenza di garantire un'adeguata tutela della posizione degli azionisti di minoranza.

Ciò ha giustificato un processo di innalzamento dei costi, di irrigidimento delle procedure e di generale incremento dell'attenzione delle autorità.

Gli strumenti concettuali di cui oggi disponiamo, come ad esempio la teoria dei giochi, possono essere utilizzati per concludere che, in realtà, l'interagire di tali fattori ha avuto un effetto contrario rispetto a quello sperato.

A questo riguardo, concentrando l'attenzione sul caso più emblematico, si richiama a titolo di esempio la scelta — che anche io ho contribuito a fare, e dunque si tratta di un'autocritica — di applicare la disciplina del recesso anche alle società quotate in mercati regolamentati.

Come è noto, nel dettare i criteri di determinazione del valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati per le quali il socio abbia esercitato il diritto di recesso, il comma 3 dell'art. 2437-ter c.c. stabilisce che questo debba essere quantificato « facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso ».

Questo è un tipico caso in cui una finalità commendevole ha prodotto un effetto paradossale: il recesso dalle società quotate è divenuto uno strumento di carattere esclusivamente speculativo poiché, sostanzialmente, si recede quando il mercato borsistico scende e quindi la media dei prezzi di chiusura dei sei mesi precedenti risulta essere migliore del corso di borsa. Si recede, dunque, allo scopo di conseguire un vantaggio, per poi reinvestire, subito dopo, traendone un utile.

Credo, pertanto, che quando si ragiona su quale sia il corretto prezzo di

un'OPA obbligatoria sia necessario tenere in debita considerazione quali sono gli effetti pratici che una diversa scelta produce. Ancor più, ritengo che quanto più si innalza il costo dell'offerta pubblica di acquisto, tanto più si determina un effetto esattamente opposto rispetto a quello desiderato, disincentivando il ricorso all'OPA e svantaggiando, in ultima analisi, uno strumento che occorre invece utilizzare.

3. Dall'esperienza maturata è possibile evincere che le offerte pubbliche servono prevalentemente per accedere al *delisting*. È evidente che se in ciò, ideologicamente, si riconosce un fatto negativo, si dovrà allora concludere che questa tendenza vada il più possibile ostacolata.

In effetti, nell'esperienza che abbiamo vissuto, la scelta del 5% dello *squeeze out* (4) determina "arroccamenti" di azionisti che aspirano a trovare un beneficio privato nel resistere all'adesione.

Se, invece, si accoglie l'idea che l'ingresso e l'uscita dal mercato regolamentato siano un fatto fisiologico e che, dunque, facilitare l'uscita faciliti anche l'ingresso di soggetti nel mercato, credo che da queste considerazioni potremo trarre significativi elementi di riflessione anche in termini di disciplina.

(4) L'art. 111 TUF, rubricato « Diritto di acquisto », riconosce in capo all'offerente che venga a detenere, a seguito di un'OPA totalitaria, una partecipazione almeno pari al 95% del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata il diritto di acquistare i titoli residui entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta.