

Giovanni Strampelli - Andrea Zoppini

---

**OPA VOLONTARIA E ACCORDI  
PREVENTIVI TRA L'OFFERENTE E I  
SOCI RILEVANTI DELL'EMITTENTE**

---

Estratto

## OPA VOLONTARIA E ACCORDI PREVENTIVI TRA L'OFFERENTE E I SOCI RILEVANTI DELL'EMITTENTE

SOMMARIO: 1. Premessa. — 2. Accordi preventivi tra offerente e soci della società *target*: la fattispecie. — 3. La legittimità dei contatti preventivi tra offerente e soci dell'emittente desumibile dallo schema di documento di offerta contenuto nel Regolamento Emitenti. — 4. Accordi tra offerente e azionisti rilevanti dell'emittente e parità di trattamento. — 5. L'importanza degli accordi tra offerente e azionisti rilevanti dell'emittente ai fini della disciplina dell'azione di concerto.

1. La disciplina europea e interna delle offerte pubbliche di acquisto sembra, apparentemente, poggiare sul presupposto che l'adesione dei soci dell'emittente all'offerta e, quindi, il successo stesso di quest'ultima dipendano esclusivamente dalle condizioni dell'offerta e, segnatamente, dal prezzo fissato dall'offerente. Secondo tale impostazione, le sorti dell'offerta pubblica e, ancor prima, la decisione relativa al suo lancio dipenderebbero perciò unicamente dalle valutazioni dell'offerente in merito alle condizioni da proporre ai soci della *target*, senza che vi siano "interazioni" preventive tra lo stesso offerente e i componenti rilevanti della compagine sociale dell'emittente volte a sondare l'interesse di questi ultimi verso l'offerta ovvero al perfezionamento di accordi che possono prevedere talora l'impegno di costoro ad aderire all'offerta, di regola a fronte di pattuizioni di più ampia portata con l'offerente.

Anche in considerazione di quanto appena notato, la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto non chiarisce espressamente — salvo quanto previsto riguardo all'ipotesi collusiva *ex* articolo 106, comma 3°, lett. *d*), t.u.f. sulla quale si veda più ampiamente *infra* — se ed, eventualmente, al ricorrere di quali presupposti siano legittimi "contatti" tra l'offerente e i soci rilevanti (1) dell'emittente nelle fasi precedenti il lancio di un'offerta pubblica di acquisto, i quali possono talora condurre anche al perfezionamento di accordi relativi alla gestione della società *target* e alla parteci-

---

(1) Ai fini della presente analisi si considerano rilevanti i soci che detengono una partecipazione di importo significativo ma non necessariamente di controllo.

pazione al capitale della stessa (o delle società comprese nella sua catena di controllo) in caso di successo dell'offerta.

Nonostante l'assenza di esplicite indicazioni normative, l'interesse delle parti coinvolte a simili forme di interlocuzioni e all'eventuale sottoscrizione di siffatti accordi prima del lancio dell'offerta appare evidente e prescinde dalla natura obbligatoria o volontaria della medesima e, in quest'ultimo caso, dalla qualificazione dell'offerta come amichevole, atteso che l'attribuzione di tale connotazione dipende dalla valutazione dell'offerta da parte del consiglio di amministrazione la quale non necessariamente coincide con quella dei soci o di parte di essi.

Per quanto concerne, in particolare, le offerte pubbliche di acquisto volontarie (alle quali si intende in questa sede rivolgere principalmente l'attenzione), indipendentemente dalla qualificazione dell'offerta come amichevole, è, infatti, ragionevole assumere che, di regola, il lancio della stessa non possa prescindere da un sondaggio preliminare dell'interesse del socio di controllo o dei soci rilevanti della target ad aderire all'offerta (2). Di là di tale ovvia circostanza, va altresì considerato che potrebbe rientrare nei piani dell'offerente (e rappresentare talora un fattore rilevante nella decisione di procedere al lancio dell'offerta) il raggiungimento di un accordo con uno o più soci dell'emittente che possono incidere sulla gestione della società target in caso di successo dell'offerta. Specularmente, un'ampia casistica in tal senso indica che la scelta di aderire all'offerta da parte del socio di controllo o dei soci rilevanti della società target è spesso influenzata da fattori ulteriori rispetto al prezzo, potendo costoro essere interessati a reinvestire il corrispettivo ricevuto in sede di offerta nella stessa società target o nella società offerente ovvero nel veicolo da questa appositamente costituito ai fini dell'offerta (3) nonché, in caso di successo di quest'ultima, ad acquistare determinati beni dalla target ovvero ad avviare un'attività imprenditoriale congiunta o specifiche forme di collaborazione con la stessa target o il (nuovo) socio di controllo della medesima.

Nonostante la loro diffusione nella prassi, in quanto non direttamente regolati, eventuali contatti ed accordi tra l'offerente e i soci rilevanti della

---

(2) TRISCORNIA, *OPA: reinvestimento del venditore e parità di trattamento*, in *Riv. soc.*, 2017, 995.

(3) Cfr. TRISCORNIA (nt. 2), 995 ss., secondo il quale il socio potrebbe essere interessato a reinvestire nella società target, rientrando nella catena di controllo della stessa, « per partecipare ad una iniziativa industriale più grande (quando l'acquirente è un gruppo industriale concorrente), in altri casi per condividere un progetto più marcatamente finanziario (come è tipico delle operazioni di *delisting* secondo la matrice del *private equity*) ».

società *target* occorsi nella fase antecedente il lancio dell'offerta sollevano, tuttavia, diversi interrogativi, sinora esaminati principalmente con riferimento alle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, sia nella prospettiva della disciplina dell'azione di concerto sia della loro compatibilità con i principi di correttezza e di parità di trattamento che caratterizzano la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto.

2. Prima di procedere all'analisi dei profili problematici appena richiamati è opportuno delineare, più precisamente, la fattispecie in esame in quanto i contatti preliminari tra l'offerente e i soci rilevanti dell'emittente possono avvenire secondo diverse modalità e avere differente contenuto. Anzitutto, tali contatti possono risolversi esclusivamente in una consultazione dei soci rilevanti promossa dall'offerente per illustrare loro le condizioni dell'offerta allo studio e sondare l'interesse di questi ad aderirvi. Tale eventualità è, del resto, espressamente considerata dal regolamento europeo in materia di abusi di mercato (MAR) e, segnatamente, dall'articolo 11 che, nel regolare i c.d. sondaggi di mercato, prevede che la relativa disciplina si applica anche alle offerte pubbliche di acquisto. In particolare, ai sensi della norma da ultimo richiamata, la comunicazione di informazioni privilegiate da parte di una persona che intenda realizzare un'offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto titoli quotati rappresenta un sondaggio di mercato, a condizione che: « *a*) le informazioni siano necessarie per consentire agli aventi diritto ai titoli di formarsi un'opinione sulla propria disponibilità a offrire i loro titoli; e *b*) la volontà degli aventi diritto ai titoli di offrire i loro titoli sia ragionevolmente necessaria per la decisione di presentare l'offerta di acquisizione ».

Come già accennato, può concretizzarsi altresì l'eventualità — ricorrente nella prassi — che i contatti tra l'offerente e i soci della società *target* non si risolvano nel sondaggio dell'interesse di questi ultimi ad aderire all'offerta ma conducano a un accordo tra l'offerente e uno o più soci rilevanti — che, in base al suo contenuto, può assumere rilievo ai fini della disciplina dei patti parasociali di cui agli articoli 122 e 123 t.u.f. — in merito alla gestione della società *target* in caso di eventuale successo dell'offerta. Simili accordi non necessariamente implicano l'impegno (esplicito) dei soci ad aderire all'offerta, potendo, ad esempio, l'offerente e i soci coinvolti limitarsi a convenire che, una volta assunto il controllo della società, l'offerente trasferirà determinate attività o un ramo aziendale agli ex soci della *target* ovvero avvii un'attività congiuntamente con

essi. Infine, come accade con una certa frequenza nella prassi (4), l'offerente e i soci della società *target* potrebbero raggiungere un accordo che prevede l'impegno di questi ultimi ad aderire all'offerta a fronte della possibilità di reinvestire nella stessa società *target* ovvero nel veicolo costituito dall'offerente ai fini dell'offerta. Come è stato evidenziato in relazione a tale ultima ipotesi (5), il reinvestimento da parte del socio può avvenire secondo diverse modalità. Ad esempio, in specie qualora l'offerta pubblica di acquisto è diretta al *delisting* della società *target*, congiuntamente al reinvestimento nella società stessa o nella sua catena di controllo è talora prevista a favore del socio la facoltà di exit per consentire il disinvestimento qualora gli esiti dell'investimento non siano ritenuti soddisfacenti. Pur esulando dalle finalità delle presenti note l'analitica disamina delle diverse modalità attuative di tali accordi osservabili nella prassi, merita notare che il grado di complessità (anche nella valutazione della loro compatibilità con la discipline delle offerte pubbliche) dei medesimi può dipendere da molteplici variabili quali, ad esempio, le caratteristiche degli strumenti finanziari attribuiti ai soci re-investitori ovvero dalla struttura del capitale della società oggetto del reinvestimento (6).

3. Tanto premesso e passando a considerare la legittimità delle suddette forme di "interazione" tra l'offerente e i soci rilevanti della società *target*, è, anzitutto, da osservare che sul punto non sussistono particolari dubbi qualora i contatti tra tali soggetti consistano in una consultazione dei soci rilevanti promossa dall'offerente per illustrare ai soci le condizioni dell'offerta allo studio e sondare il loro interesse ad aderirvi. Come già accennato, infatti, tale fattispecie è espressamente prevista dall'articolo 11 MAR e deve, perciò, ritenersi legittima entro i limiti e secondo le modalità ivi indicate.

In relazione all'ipotesi in cui l'offerente e i soci rilevanti della società *target* raggiungano un accordo nei termini in precedenza sinteticamente illustrati è, anzitutto, da osservare che, pur in mancanza di un'espressa previsione in tal senso, una chiara indicazione della legittimità di siffatti accordi preventivi (rispetto al lancio dell'offerta pubblica di acquisto) può trarsi dallo schema di documento di offerta contenuto nell'allegato 2A del Regolamento Emittenti la sezione H del quale concerne eventuali accordi e operazioni (preliminari al lancio dell'offerta) fra l'offerente e diverse

---

(4) Per un esame della casistica si veda TRISCORNIA (nt. 2), 993 ss.

(5) TRISCORNIA (nt. 2), 1007 s.

(6) Sul punto, ancora, TRISCORNIA (nt. 2), 1017 s.

categorie di soggetti tra i quali « gli azionisti rilevanti » dell'emittente. In particolare la sezione H del documento di offerta deve includere: *i*) la « descrizione degli accordi e delle operazioni finanziarie e/o commerciali che siano stati deliberati o eseguiti, nei dodici mesi antecedenti la pubblicazione dell'offerta, tra i suddetti soggetti, che possano avere o abbiano avuto effetti significativi sull'attività dell'offerente e/o dell'emittente »; nonché *ii*) « l'indicazione degli accordi tra i suddetti soggetti concernenti l'esercizio del diritto di voto, ovvero il trasferimento delle azioni e/o di altri strumenti finanziari ».

Mentre la prima parte della previsione appena richiamata sembra riferirsi ad accordi non necessariamente legati all'offerta ma che possono, indirettamente, avere effetto su di essa incidendo sulla posizione dell'offerente e/o dell'emittente, tra gli accordi concernenti « l'esercizio del diritto di voto ovvero il trasferimento delle azioni e/o di altri strumenti finanziari » paiono rientrare non soltanto quelli relativi al reinvestimento da parte dei soci nella società *target* (o nella società offerente) — mediante il quale i soci ottengono, infatti, una partecipazione (diretta o, indiretta, attraverso la società offerente) e i relativi diritti di voto nella società *target* — ma anche eventuali accordi (i quali non necessariamente prevedono l'investimento nella *target* da parte dei soci delle somme ricavate dalla cessione delle azioni in sede di offerta) tra l'offerente e i soci rilevanti della *target* relativi al trasferimento di determinate attività o di un ramo aziendale agli ex soci dell'emittente ovvero all'avvio di un'attività congiunta con essi.

Come risulta dalla prassi ormai consolidata, gli accordi c.d. di reinvestimento da parte dei soci rilevanti rientrano tra i patti parasociali concernenti l'esercizio del diritto di voto, ovvero il trasferimento delle azioni e/o di altri strumenti finanziari (da indicare al punto H.2 del documento d'offerta). Eventuali accordi relativi al trasferimento, a seguito dell'offerta, di attività dalla società *target* a uno o più soci rilevanti (o viceversa) ovvero ad eventuali programmi imprenditoriali congiunti tra la società *target* e gli ex soci della stessa pare debbano essere inclusi tra quelli (da indicare al punto H.1 del documento d'offerta). L'illustrazione di tale ultima tipologia di accordi non può essere omessa nel documento d'offerta in ragione del fatto che le operazioni oggetto dell'accordo saranno eseguite soltanto in seguito all'offerta, in caso di successo della stessa. Secondo lo schema di documento d'offerta contenuto nell'allegato 2A del Regolamento Emittenti, infatti, devono essere illustrate non soltanto le operazioni finanziarie e/o commerciali tra l'offerente che siano state eseguite nei dodici mesi antecedenti la pubblicazione dell'offerta ma

anche quelle che siano state soltanto deliberate dall'organo sociale competente (7) in tale arco temporale.

4. Da quanto sin qui osservato e, in particolare, dalle indicazioni desumibili dallo schema di documento d'offerta contenuto nell'allegato 2A del Regolamento Emittenti risulta chiaramente che degli accordi tra l'offerente e gli azionisti rilevanti della società *target* raggiunti prima del lancio dell'offerta deve essere data esaustiva illustrazione nel documento di offerta in modo da renderne noti i contenuti agli altri soci, affinché costoro possano tenere in considerazione anche tale informazione nella valutazione dell'offerta e nella decisione se aderirvi o no.

Ancorché esso possa, di per sé, essere considerato indicativo della legittimità di eventuali accordi tra l'offerente e i soci rilevanti dell'emittente raggiunti prima del lancio dell'offerta, l'onere di trasparenza a carico dell'offerente non appare, tuttavia, sufficiente a superare gli interrogativi relativi alla conformità di siffatti accordi con il principio di parità di trattamento, in specie nell'eventualità in cui essi abbiano ad oggetto la facoltà di reinvestimento da parte di uno o più soci nella società *target* o nell'offerente. È necessario, infatti, tenere conto della circostanza che in tal caso potrebbe essere riservato ad alcuni soci dell'emittente un trattamento diverso, ed eventualmente più favorevole, rispetto a quello assicurato ai restanti soci della società *target*. Oltre al fatto che la concessione della facoltà di reinvestimento potrebbe essere considerata, di per sé, un trattamento "preferenziale" riservato ad uno o più soci della società *target*, questi ultimi, mediante il reinvestimento del corrispettivo ricevuto in sede di OPA nella *target*, hanno, infatti, la possibilità di partecipare agli eventuali benefici (in termini di incremento di valore e di rendimento delle azioni detenute) che potrebbero essere determinati, in caso di successo dell'OPA, dall'attuazione dei piani e delle strategie dell'offerente.

È necessario, pertanto, considerare se un siffatto accordo tra l'offerente e uno o più soci dell'emittente sia in linea con il principio di parità di trattamento di cui all'articolo 103, comma 1°, c.c. ai sensi del quale « l'offerta è rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto ». Tale principio implica, tra l'altro,

---

(7) Essendo attinenti alla gestione dell'impresa sociale, in base alla generale previsione dell'articolo 2380-bis, comma 1°, c.c. (ai sensi della quale « la gestione dell'impresa ... spetta esclusivamente agli amministratori »), è da ritenere che rientri nella competenza dell'organo amministrativo la decisione relativa ad eventuali accordi concernenti operazioni finanziarie e/o commerciali tra l'offerente e i soci rilevanti dell'emittente.

l'obbligo dell'offerente di offrire lo stesso prezzo e le stesse condizioni a tutti i possessori delle azioni della medesima categoria (c.d. *best price rule*) (8).

In relazione alle offerte pubbliche di acquisto volontarie, il comma 4 dell'articolo 103 t.u.f. limita, tuttavia, la portata della *best price rule* ai soli acquisti effettuati « dopo la comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1°, in pendenza dell'offerta o nei sei mesi successivi alla chiusura di questa » rimettendo alla Consob di disciplinare gli effetti di tali acquisti sul corrispettivo dell'offerta. In attuazione di tale precetto, l'articolo 42, comma 2°, del Regolamento Emittenti prevede, in linea con la c.d. *best price rule*, che « se, nel periodo compreso tra la comunicazione prevista dall'articolo 102, comma 1, del Testo unico e la data ultima di pagamento del corrispettivo, gli offerenti o le persone che agiscono di concerto con essi, direttamente, indirettamente o per interposta persona, acquistano i prodotti finanziari oggetto di offerta, ovvero assumono posizioni lunghe aventi come sottostante tali prodotti, a prezzi superiori al corrispettivo dell'offerta, adeguano quest'ultimo a tale prezzo ». Inoltre il terzo comma dell'articolo 42 estende l'applicazione di tale previsione « agli acquisti, per un quantitativo complessivamente superiore allo 0,1 per cento della categoria dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta, da parte degli offerenti e delle persone che agiscono di concerto con essi che siano stati effettuati nei sei mesi successivi alla data ultima di pagamento. In tal caso, l'obbligo di adeguamento del corrispettivo al prezzo più alto pagato è adempiuto dagli offerenti attraverso l'attribuzione di un conguaglio agli aderenti all'offerta, con le modalità rese note in un apposito comunicato al mercato ».

Secondo le previsioni appena riportate, pertanto, il principio di parità di trattamento e, segnatamente, la c.d. *best price rule* trova applicazione soltanto nel periodo di offerta (ossia a partire dalla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1°, e in pendenza dell'offerta) e nei sei mesi successivi alla chiusura della stessa. A differenza di quanto previsto dall'articolo 106, comma 2°, t.u.f. per le offerte pubbliche obbligatorie (9) —, nell'ambito delle offerte volontarie, ai fini della determinazione del

---

(8) Cfr. BENAZZO, *Le OPA volontarie*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da Cera e Presti, Torino, 2020, 1373 s.; F. M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da Buonocore e diretto da Costi, Torino, 2014, 50 ss. Sul rilievo del principio di parità di trattamento nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto si veda anche TOLA, *OPA e tutela delle minoranze*, Napoli, 2008, 65 ss.

(9) Ai sensi dell'articolo 106, comma 2°, t.u.f., il corrispettivo di offerta prezzo non può essere inferiore « a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di



corrispettivo d'offerta, non si tiene perciò conto del prezzo di eventuali acquisti eseguiti dall'offerente *prima* della pubblicazione della comunicazione *ex* articolo 102 t.u.f. (10).

Coerentemente con quanto appena notato, l'articolo 42, comma 1°, Regolamento Emittenti indica il periodo di offerta (essendo perciò escluse le vicende antecedenti la comunicazione *ex* articolo 102, comma 1°, t.u.f.) quale ambito temporale di applicazione anche per la previsione in forza della quale « i soggetti interessati (11) si attengono a principi di correttezza e di parità di trattamento dei destinatari dell'offerta che si trovino in identiche condizioni ... non eseguono operazioni sul mercato volte a influenzare le adesioni all'offerta e si astengono da comportamenti e da accordi diretti ad alterare situazioni rilevanti per i presupposti dell'offerta pubblica di acquisto o di scambio obbligatoria ».

Sembrando che tra le operazioni « volte a influenzare le adesioni all'offerta » — se intese in senso lato — possano rientrare anche eventuali accordi aventi il contenuto in precedenza indicato, può pertanto concludersi che simili accordi sono “sospetti” o addirittura vietati esclusivamente nel periodo d'offerta, ossia a partire dall'effettuazione della comunicazione di cui all'articolo 102 t.u.f., in quanto (in forza delle previsioni in precedenza illustrate) soltanto in tale periodo essi sono suscettibili di porsi in contrasto con i principi di correttezza e parità di trattamento.

Inoltre, nel medesimo senso, è da notare che, sempre in relazione alle offerte volontarie, non trova applicazione la previsione dell'articolo 106, comma 3°, lett. *d*), t.u.f. ai sensi del quale la Consob può ordinare di promuovere l'offerta (obbligatoria) ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori e ricorra almeno una delle seguenti circostanze: « 1) l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo abbiano pattuito l'acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria; 2) vi sia stata collusione tra l'offerente o le persone

---

concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1°, per acquisti di titoli della medesima categoria ».

(10) F. M. MUCCIARELLI (nt. 8), 54.

(11) Secondo la definizione contenuta nell'articolo 35 del Regolamento Emittenti tra i soggetti interessati rientrano « l'offerente, l'emittente, i soggetti ad essi legati da rapporti di controllo, le società sottoposte a comune controllo, le società collegate, i componenti dei relativi organi di amministrazione e controllo e direttori generali, i soci dell'offerente o dell'emittente aderenti ad uno dei patti oggetto di comunicazione ai sensi dell'articolo 122 del Testo unico nonché coloro che operano di concerto con l'offerente o l'emittente ».

che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori » (12). L'applicazione della norma appena richiamata in caso di offerta pubblica di acquisto volontaria può, del resto, essere esclusa anche alla luce della pronuncia del Consiglio di Stato che ha riconosciuto quale elemento costitutivo della fattispecie collusiva *ex* articolo 106, comma 3°, lett. *d*), t.u.f. la finalità elusiva delle disposizioni che regolano la determinazione del prezzo dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria (13).

Alla luce delle disposizioni appena richiamate è, pertanto, da ritenere che eventuali accordi tra l'offerente e uno o più soci rilevanti dell'emittente raggiunti prima dell'avvio dell'offerta sono pienamente leciti, anche qualora essi abbiano l'effetto di favorire l'adesione alla futura offerta da parte dei soci coinvolti, a condizione che essi non diano luogo, nel corso dell'offerta o nei sei mesi successivi alla sua chiusura, ad un'alterazione della parità di trattamento e, segnatamente, della *best price rule* determi-

---

(12) L'articolo 47-*octies* del Regolamento Emittenti in attuazione di tale previsione prevede che « il prezzo dell'offerta è rettificato in aumento dalla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera *d*), numero 2), del Testo unico, qualora dalla collusione accertata tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori emerge il riconoscimento di un corrispettivo più elevato di quello dichiarato dall'offerente. In tal caso, il prezzo dell'offerta è pari a quello accertato ».

(13) Cfr. Cons. Stato Sez. VI, 9 novembre 2018, N. 06330/2018, relativa all'OPA obbligatoria avente ad oggetto azioni di Camfin (società che deteneva una partecipazione rilevante in Pirelli), la quale chiaramente afferma che « la nozione di « collusione » assume il significato elastico, ma dai contorni semantici sufficientemente determinati, di accordo clandestino e fraudolento in danno di terzi o in elusione di disposizioni imperative di legge, postulando dunque la sussistenza dell'elemento volitivo e intenzionale in capo a tutti i partecipanti dell'accordo. In definitiva, alla luce dei richiamati « indici normativi di sistema », emerge una cornice tipologica che, con il termine « collusione », evoca qualsivoglia intesa clandestina fra due o più persone per conseguire un fine illecito, mediante il tradimento della fiducia di terzi o l'elusione delle regole poste a tutela dell'attività legittima degli stessi ». Di conseguenza, sempre secondo la medesima pronuncia, la « « collusione accertata » tra l'offerente e uno o più venditori, da cui « emerge il riconoscimento di un corrispettivo più elevato di quello dichiarato dall'offerente », che consente alla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3°, lettera *d*), numero 2), del TUF, di rettificare in aumento il prezzo dell'offerta, implica l'accertamento di un accordo, o comunque di un'intesa in senso lato, volta a perseguire l'obiettivo di eludere le norme che presidiano la formazione del prezzo dell'OPA ». Cfr., con diversi orientamenti in merito alla sentenza del Consiglio di Stato, PALLADINO, *La finalità elusiva delle regole dell'OPA obbligatoria quale linea di demarcazione tra accordo lecito e fattispecie collusiva*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2019, 181 ss.; ABU AWWAD, *Collusione e rettifica del prezzo nell'OPA obbligatoria: fattispecie e sanzioni*, *ivi*, 2019, 167 ss.; DEL GATTO, *Il potere di rideterminazione del prezzo da parte della Consob in caso di collusione e il problema della certezza del diritto in caso di provvedimenti delle autorità indipendenti*, *ivi*, 2018, 295 ss.; DE POLI, *L'OPA obbligatoria e la rettifica del prezzo per fatti « colludenti »*, in *Società*, 2019, 848 ss.; F. M. MUCCIARELLI, *La rideterminazione del prezzo dell'opa: il Consiglio di Stato ridimensiona i poteri della Consob*, in *Giur. comm.*, 2020, II, 556 ss.

nando il riconoscimento di un corrispettivo ulteriore (rispetto al prezzo di offerta) ad alcuni soci della società *target*.

In altri termini, se ai fini della determinazione del corrispettivo di offerta e al rispetto della c.d. *best price* rule non rilevano acquisti compiuti ad un prezzo più elevato dall'offerente *prima* dell'inizio dell'offerta, allo stesso modo sembra potersi ritenere che non siano rilevanti a tali fini gli accordi tra l'offerente e alcuni soci della società *target* che riconoscano eventuali "vantaggi" a questi ultimi prevedendo, in caso di successo dell'offerta, il compimento di operazioni tra costoro e la società *target* ovvero la possibilità per essi di reinvestire in quest'ultima (14).

Tanto osservato, merita altresì notare che in alcune delle ipotesi in questione è altresì dubbio che possa (sempre) ravvisarsi un vantaggio o un trattamento preferenziale per i soci parte dell'accordo con l'offerente. Pur non essendo possibile prescindere da un'analisi caso per caso, un'alterazione del principio di parità di trattamento non sembra ricorrere, anzitutto, qualora, il trasferimento di alcuni beni della società *target* al socio a seguito dell'offerta ovvero il reinvestimento da parte di quest'ultimo nella stessa *target* o nell'offerente avvenga a condizioni in linea con quelle normali di mercato (15). In tal caso, infatti, pur potendo la sottoscrizione dell'accordo prima dell'avvio dell'offerta incentivare o garantire l'adesione di una parte dei soci potenzialmente coinvolti, non si determina alcun vantaggio a favore dei soci parte dell'accordo né, nel caso di trasferimento di beni o rami aziendali a questi ultimi, un possibile depauperamento della società *target* (16).

---

(14) Fermo restando quanto osservato nel testo, al fine di reprimere condotte abusive, è da ritenere che (al ricorrere di elementi che inducano ad una siffatta valutazione) una violazione del principio di parità di trattamento in forza di accordi stipulati prima dell'avvio dell'offerta pubblica di acquisto debba essere ravvisato anche qualora l'esecuzione dell'accordo e la sua manifestazione monetaria siano, strumentalmente (: ossia qualora la definizione di una siffatta tempistica non sia sorretta da dimostrabili motivazioni), previste oltre i sei mesi successivi alla chiusura dell'offerta, dovendo, comunque, il rispetto del principio di parità di trattamento essere valutato *ex ante* dall'autorità di vigilanza.

(15) In questo senso si è espressa la Consob con le comunicazioni n. DCG/0063476/15 del 4 agosto 2015 e n. 0040628 del 4 maggio 2016 (entrambe relative ad offerte pubbliche di acquisto obbligatorie). Cfr sul punto TRISCORNIA (nt. 2), 1000 ss., dove anche alcuni spunti in tal senso desumibili dalla disciplina inglese e francese.

(16) Come osserva TRISCORNIA (nt. 2), 1022, una violazione del principio di parità di trattamento può, ad esempio, essere esclusa qualora al socio che abbia reinvestito nella società *target* sia concessa un'opzione *put* che prevede un prezzo di esercizio parametrato al fair value dell'investimento, in quanto « poter cedere l'oggetto del reinvestimento al valore di mercato del momento rappresenta indubbiamente un vantaggio nei confronti di chi, tra i co-offerenti, non disponga di analoga facoltà, ma, all'opposto, non costituisce in alcun modo un maggior prezzo implicito rispetto a quello riconosciuto alla generalità degli oblati in sede

In questo senso depone, del resto, l'indicazione contenuta nel paragrafo E.1 dello schema di documento di offerta di cui all'allegato 2A del Regolamento Emittenti in base alla quale, nell'illustrare le modalità di determinazione del corrispettivo, è necessario (anche in caso di offerta volontaria) « specificare inoltre se, nell'ambito dell'operazione esistano ulteriori accordi o siano stati pattuiti corrispettivi ulteriori anche in natura, precisando, in caso di sussistenza, se essi assumono rilevanza ai fini della determinazione del prezzo di offerta ». Da tale indicazione si evince, infatti, che eventuali accordi tra l'offerente e uno o più soci della società *target* possono rilevare (nei termini in precedenza illustrati) ai fini della determinazione del prezzo di offerta soltanto qualora essi determinino l'attribuzione ad alcuni degli oblati di un corrispettivo ulteriore (17).

Ciò detto, è altresì da osservare, su un piano ancor più generale, che, per un verso, tali accordi anteriori — in quanto adeguatamente pubblicizzati — hanno una funzione 'segnaletica' rilevante in ordine alla natura dell'operazione, alla sua convenienza e alla concreta fattibilità. Per altro verso, atteso che il lancio dell'offerta volontaria non presuppone l'avvenuto trasferimento del controllo e non richiede perciò l'applicazione della più restrittiva disciplina prevista per le offerte obbligatorie, i soci della società *target* estranei all'accordo con l'offerente possono ritenersi adeguatamente tutelati mediante l'esauriva informativa su tali accordi che l'offerente deve fornire nel documento di offerta. Anche alla luce di

---

di OPA ». In relazione a quanto osservato nel testo assumono rilievo anche le note di commento alla *section* 16.1 contenute nello UK Takeover Code le quali precisano che « in some cases, certain assets of the offeree company may be of no interest to the offeror. There is a possibility if a person interested in shares in the offeree company seeks to acquire the assets in question that the terms of the transaction will be such as to confer a special benefit on him; in any event, the arrangement is not capable of being extended to all shareholders. The Panel will normally consent to such a transaction, provided that the independent adviser to the offeree company publicly states that in his opinion the terms of the transaction are fair and reasonable and the transaction is approved at a general meeting of the offeree company's shareholders. At this meeting the vote must be a separate vote of independent shareholders and must be taken on a poll. Where a sale of assets takes place after the offer has become unconditional, the Panel will be concerned to see that there was no element of pre-arrangement in the transaction ».

(17) Il criterio indicato nel testo è ritenuto da parte della dottrina applicabile anche all'ipotesi di collusione di cui all'articolo 106, comma 3, lett. *d*), t.u.f. osservando che « la CONSOB, infatti, potrà accertare l'assenza della finalità fraudolenta semplicemente verificando l'intrinseca ragionevolezza e attendibilità delle valutazioni espresse dalle parti nel corso delle trattative; ravvisando, invece, l'intento collusivo qualora, nel corso dell'istruttoria, emergano elementi che rivelino la palese irragionevolezza economica della condotta tenuta dai contraenti ». In questi termini. PALLADINO (nt. 14), 193. Si veda anche quanto osservato alla precedente nota.

quanto in precedenza notato, una siffatta informativa appare, infatti, idonea a consentire ai soci della target di adeguatamente tener conto di tali accordi nella valutazione di convenienza dell'offerta.

Ciò detto, con specifico riferimento all'ipotesi in cui il socio reinvesta nella target o nell'offerente le somme ricevute in sede di offerta, inoltre, una violazione del principio di parità di trattamento non sembra poter essere ravvisata in ragione della sola circostanza che il socio, reinvestendo nella società target, potrebbe beneficiare dei risultati positivi ai quali le scelte gestionali operate dall'offerente (18), in seguito al successo dell'offerta, possono eventualmente dar luogo (19). Come è evidente, in tal caso il potenziale beneficio del quale il socio può godere è meramente eventuale (non potendo, *a priori*, escludersi che il reinvestimento determini una perdita a carico del socio) e non può, data la sua natura meramente eventuale, essere considerato un corrispettivo aggiuntivo rispetto al prezzo di offerta (20). E d'altra parte, quale autonoma scelta di investimento determina implicitamente una immediata potenziale "minusvalenza" perché preclude le opzioni alternative, e potenzialmente più convenienti, presenti sul mercato di impiego della liquidità ottenuta.

5. Per quanto le precedenti considerazioni depongano chiaramente nel senso della legittimità di eventuali accordi preventivi tra l'offerente e i soci rilevanti dell'emittente, esse non paiono di per sé sufficienti a superare gli interrogativi in precedenza segnalati attinenti alla rilevanza di siffatti accordi ai fini della disciplina dell'azione di concerto, essendo a tal fine necessario svolgere ulteriori considerazioni.

A tal riguardo va ricordato, preliminarmente, che, in base alla definizione di cui all'articolo 101-bis, comma 4°, t.u.f., per persone che agiscono di concerto « si intendono i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di

---

(18) Le quali devono, quantomeno nei loro profili generali, essere illustrate nel paragrafo G del documento di offerta.

(19) Su un piano ancor più generale si veda TRISCORNIA (nt. 2), 1011, secondo il quale « la qualità di oblatore e quella di re-investitore operano infatti su piani concettualmente distinti, sicché il potenziale elusivo di un'OPA con reinvestimento si manifesta non in relazione al profilo genetico dell'operazione (l'attribuzione del ruolo di co-investitore) ma solo negli aspetti funzionali del rapporto (ossia in relazione al contenuto concreto dei contratti collegati) ».

(20) Cfr. TRISCORNIA (nt. 2), 1026, « l'opportunità del reinvestimento non è dunque preclusa dall'obbligo di assicurare parità di trattamento. Né assume rilievo il fatto che da tale opportunità possa derivare, a favore di chi reinveste, un utile futuro legato al buon andamento dell'offerente; ma per l'appunto deve trattarsi di un utile futuro e incerto come sarebbe per ogni investimento azionario, senza che l'opportunità sia costruita in modo da trasformarsi, *ex ante*, in certezza di profitto ».

un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio ». Inoltre, il comma 4-*bis* dell'articolo 101-*bis* t.u.f. individua alcune presunzioni assolute di azione di concerto, mentre il comma 4-*ter* dell'articolo 101-*bis* t.u.f. rimette alla Consob di individuare con proprio regolamento i casi di presunzione relativa di concerto nonché le ipotesi in cui il concerto non è comunque configurabile (21).

Le disposizioni appena richiamate, come già accennato, non contengono alcun diretto riferimento ad eventuali accordi tra l'offerente e i soci rilevanti dell'emittente, non fornendo, pertanto, indicazioni risolutive sul punto. Nonostante ciò, non sembra esservi dubbio in merito al fatto che la configurabilità di un'azione di concerto tra l'offerente ed i soci dell'emittente è esclusa qualora i contatti tra di essi si risolvano in un mera consultazione da parte dell'offerente al fine di sondare l'interesse e la disponibilità dei soci ad aderire all'offerta. Tanto può desumersi dalla stessa nozione di « persone che agiscono di concerto » di cui all'articolo 101-*bis*, comma 4°, t.u.f.. Come è stato osservato dalla dottrina, infatti, l'elemento centrale dell'azione di concerto è rappresentato dalla "cooperazione" delle persone coinvolte al fine di mantenere o ottenere il controllo della società; cooperazione che, perché possa dare luogo ad un'azione concertata ai sensi dell'articolo 101-*bis*, comma 4°, t.u.f., deve concretizzarsi in un accordo reciproco (22). Eventuali colloqui tra l'offerente e un socio rilevante dell'emittente in merito alle modalità operative di realizzazione dell'OPA rivolta a tutti i soci non possono essere ricondotti pertanto a tale fattispecie, in quanto manca, evidentemente, un accordo. E ciò anche nell'eventualità in cui il contatto dell'offerente con i soci rilevanti sia espressamente volto (come espressamente previsto dall'articolo 11 MAR) a sondare l'interesse di questi ultimi verso l'offerta prossima ad essere lanciata ovvero ancora in fase di studio.

Un'azione di concerto tra l'offerente e i soci rilevanti non pare configurabile neppure qualora essi raggiungano, prima del lancio dell'offerta, un accordo in merito ad alcune decisioni gestionali e strategiche relative alla società *target* che prevedono il coinvolgimento degli stessi ex

---

(21) Esulando dalle finalità delle presenti note una complessiva disamina della disciplina del concerto si rinvia sul punto a GUIZZI-TUCCI, *Articolo 109 t.u.f.*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di Stella Richter jr, Torino, 2011, 258 ss.; F. M. MUCCIARELLI (nt. 8), 177 ss.; MOSCA, *Azione di concerto e opa obbligatoria*, Milano, 2013, *passim*.

(22) GUIZZI-TUCCI (nt. 21), 265.

soci quali controparti, potendo, come già prospettato, l'offerente impegnarsi, in caso di successo dell'offerta, a trasferire a costoro determinati beni o un ramo aziendale della società *target* ovvero ad avviare un'attività o una specifica iniziativa con gli stessi ex soci.

Più precisamente, fermo restando che nel caso in cui l'offerente e i soci rilevanti dell'emittente giungano a un siffatto accordo sussiste l'obbligo per l'offerente di includere nel documento di offerta un'esauriva informazione sui contenuti dell'accordo, secondo quanto previsto dall'Allegato 2A del Regolamento Emittenti Consob, è da ritenere che anche nell'ipotesi in esame non sia ravvisabile un'azione di concerto. Come già detto, infatti, il raggiungimento di un simile accordo tra l'offerente e i soci dell'emittente implica, in caso di successo dell'OPA, il compimento di determinate operazioni tra la società *target* e gli ex soci della stessa, i quali, avendo aderito all'offerta, sono, al tempo del compimento dell'operazione, estranei alla compagine sociale e al processo decisionale dell'emittente il cui controllo è stato assunto dall'offerente, essendo pertanto la loro posizione equiparabile a quella di qualsiasi controparte "terza" rispetto all'emittente. Per tale ragione, anche nell'eventualità in cui un siffatto accordo sia qualificato come un patto parasociale ai sensi dell'articolo 122 t.u.f. ed assoggettato alla relativa disciplina, sembra potersi escludere che esso sia riconducibile alle fattispecie di cui al comma 5°, lett. a-d) dell'articolo 122 t.u.f. le quali, ai sensi dell'art. 101-bis, comma 4-bis, lett. a), t.u.f., integrano presunzioni assolute dell'azione di concerto.

In linea con quanto appena notato, un'azione di concerto tra l'offerente e i soci rilevanti dell'emittente non appare configurabile neppure qualora l'accordo tra di essi, eventualmente in aggiunta a quanto poc'anzi ipotizzato, preveda altresì l'impegno dei soci coinvolti ad aderire all'offerta. I soci partecipi di un siffatto accordo parasociale restano, infatti, esclusivamente destinatari dell'offerta e non possono perciò essere considerati persone che agiscono di concerto con l'offerente e co-promotori con esso dell'offerta, atteso che i soci in questione partecipano a quest'ultima soltanto in veste di aderente e, per tale ragione, non hanno alcuna influenza sulla *governance* della società *target* (23).

---

(23) Si veda in tal senso il documento di offerta relativo all'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa ATS Automation Holdings Italy S.r.l. ed avente ad oggetto le azioni ordinarie di CFT S.p.A. (p. 16). Analogamente, il socio sottoscrittore dell'impegno ad aderire all'offerta non è stata qualificato come persona che agisce di concerto nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto volontaria promossa da AGC Biologics Italy S.p.A. ed avente ad oggetto le azioni ordinarie di MolMed S.p.A.

Tale conclusione appare, del resto, coerente con il tenore letterale dell'articolo 101-*bis*, comma 4-*bis*, lett. *a*), t.u.f., il quale, nel definire le presunzioni assolute di concerto, non richiama l'articolo 122, comma 5°, lett. *d-bis*), t.u.f. concernenti i patti parasociali « volti a favorire o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, ivi inclusi gli impegni a non aderire ad un'offerta »; fattispecie alla quale possono essere astrattamente ricondotti gli accordi tra l'offerente ed i soci dell'emittente che prevedono l'impegno di questi ultimi di aderire all'offerta o di finanziare la stessa (24). Né, per le medesime ragioni in precedenza illustrate, i c.d. impegni ad aderire paiono riconducibili alla fattispecie generale di azione di concerto di cui all'articolo dell'articolo 101-*bis*, comma 4°, t.u.f., ai sensi della quale « per persone che agiscono di concerto si intendono i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio ».

Per contro, i soci della società *target* devono essere qualificati come persone che agiscono di concerto con l'acquirente in caso di sottoscrizione di un accordo c.d. di reinvestimento, il quale implica l'acquisto diretto o indiretto di azioni della società *target*. Un siffatto accordo rientra, pertanto, nella fattispecie *ex* articolo 122, comma 5°, lett. *c*), t.u.f. il quale dà luogo, ai sensi dell'art. 101-*bis*, comma 4-*bis*, lett. *a*), t.u.f., ad una presunzione assoluta di azione di azione di concerto (25).

Ciò detto, è, peraltro, evidente che, quando la stipula di un siffatto patto parasociale tra uno o più soci della società *target* e l'offerente precede il lancio di un'offerta volontaria totalitaria da parte di quest'ultimo, nessun obbligo di lanciare l'offerta unitamente all'offerente sussiste in capo ai soci qualificati come persone che agiscono di concerto, non essendo configurabile, nel caso in esame, l'elusione dell'obbligo di OPA mediante il frazionamento tra più soggetti di una partecipazione ecce-

---

(24) Per la qualificazione dell'impegno dei soci dell'emittente ad aderire all'offerta come patto parasociale *ex* art. 122, comma 5, lett. *d-bis*), del TUF si vedano (limitando l'analisi alle sole offerte volontarie): offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria di AGC Biologics Italy S.p.A. su MolMed S.p.A.; offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria di Titan BidCo S.p.A. su Techedge S.p.A.; offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria di Quarantacinque S.r.l. su i CAD IT S.p.A.

(25) Si vedano, ad esempio, offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria di Fly S.r.l. su Carraro S.p.A.; offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria di Castor Bidco S.p.A. su Cerved Group S.p.A.; offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria di Circular Bidco S.p.A. su Sicit Group S.p.A.



dente la soglia rilevante per il lancio dell'offerta. Tanto si desume, indirettamente, dalla previsione dell'articolo 106, comma 4°, t.u.f. ai sensi della quale non sussiste l'obbligo di offerta se il superamento della soglia partecipativa rilevante indicata nei commi 1, 1-bis e 1-ter è conseguenza di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio rivolta a tutti i possessori di titoli per la totalità dei titoli in loro possesso (26).

GIOVANNI STRAMPELLI

*Prof. ord. di Diritto commerciale  
nell'Università Bocconi di Milano*

ANDREA ZOPPINI

*Prof. ord. di Diritto civile  
nell'Università degli Studi di Roma Tre*

**Abstract**

L'articolo esamina, con riferimento alle offerte pubbliche di acquisto volontarie, la disciplina applicabile ai contatti e agli accordi tra l'offerente e i soci rilevanti della società target sia nella prospettiva della disciplina dell'azione di concerto sia della loro compatibilità con i principi di correttezza e di parità di trattamento.

*The article addresses, with reference to voluntary takeover bids, the issues raised by contacts and agreements among the offeror and the main shareholders of the target company both from the perspective of the discipline of acting in concert and of their compatibility with the principles of fairness and equal treatment of target company's shareholders.*

---

(26) Cfr. MOSCA (nt 21), 157, la quale si riferisce però soltanto all'ipotesi di accordo preventivo tra l'offerente e il socio di controllo.