

## Testo Unico della Finanza

### Articolo 101-bis

#### *Definizioni e ambito applicativo*

Art. 2 d.lgs. n. 229/2007.

*Modifiche alla parte IV, titolo II, capo II, sezione I  
del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58*

1. Dopo l'articolo 101 del decreto legislativo n. 58 del 1998 sono inseriti i seguenti articoli:

*Art. 101-bis (Definizioni e ambito applicativo). – 1. Ai fini del presente capo si intendono per “società italiane quotate” le società con sede legale nel territorio italiano e con titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di uno Stato comunitario.*

*2. Ai fini del presente capo e dell'articolo 123-bis, per “titoli” si intendono gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria.*

*3. Gli articoli 102, commi 2 e 5, l'articolo 103, comma 3-bis, ogni altra disposizione del presente decreto che pone a carico dell'offerente o della società emittente specifici obblighi informativi nei confronti dei dipendenti o dei loro rappresentanti, nonché gli articoli 104, 104-bis e 104-ter, non si applicano alle:*

*a) offerte pubbliche di acquisto o di scambio aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli;*

*b) offerte pubbliche di acquisto o scambio che non hanno ad oggetto titoli che attribuiscono il diritto di voto sugli argomenti di cui all'articolo 105, commi 2 e 3;*

*c) offerte pubbliche di acquisto o di scambio promosse da chi dispone individualmente, direttamente o indirettamente, della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria della società;*

*d) offerte pubbliche di acquisto aventi ad oggetto azioni proprie.*

*4. Per “persone che agiscono di concerto” si intendono:*

*a) gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'articolo 122;*

*b) un soggetto, il suo controllante, e le società da esso controllate;*

*c) le società sottoposte a comune controllo;*

*d) una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza o direttori generali;*

*e) i soggetti che cooperano fra loro al fine di ottenere il controllo della società emittente.*

*(Omissis)*

Art. 1 d.lgs. n. 146/2009.

*Modifiche alla Parte IV, Titolo II, Capo II, Sezione I, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58*

1. *L'articolo 101-bis, è modificato come segue:*

a) *al comma 3, lettera c) la parola «dispone» è sostituita dalla parola «detiene» e le parole «della maggioranza» sono sostituite dalle seguenti: «la maggioranza»;*

b) *dopo il comma 3 è aggiunto il seguente comma:*

*«3-bis. Salvo quanto previsto dal comma 3, la Consob può individuare con regolamento le offerte pubbliche di acquisto o di scambio, aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli, alle quali le disposizioni della presente Sezione non si applicano in tutto o in parte, ove ciò non contrasti con le finalità indicate all'articolo 91.»;*

c) *il comma 4 è sostituito dal seguente:*

*«4. 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.»;*

d) *dopo il comma 4 sono aggiunti i seguenti commi:*

*«4-bis. Sono, in ogni caso, persone che agiscono di concerto:*

a) *gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'articolo 122, comma 1 e comma 5 lettere a), b), c) e d);*

b) *un soggetto, il suo controllante, e le società da esso controllate;*

c) *le società sottoposte a comune controllo;*

d) *una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione, o di sorveglianza o direttori generali;*

*4-ter. Fermo restando il comma 4-bis, la Consob individua con regolamento:*

a) *i casi per i quali si presume che i soggetti coinvolti siano persone che agiscono di concerto ai sensi del comma 4, salvo che provino che non ricorrono le condizioni di cui al medesimo comma;*

b) *i casi nei quali la cooperazione tra più soggetti non configura un'azione di concerto ai sensi del comma 4.».*

*(Omissis)*<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Il testo finale risulta, dunque, il seguente:

«Art. 101-bis t.u.f. (Definizione e ambito applicativo)

1. Ai fini del presente capo si intendono per “società italiane quotate” le società con sede legale nel territorio italiano e con titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di uno Stato comunitario.

2. Ai fini del presente capo e dell'articolo 123-bis, per "titoli" si intendono gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria.

3. Gli articoli 102, commi 2 e 5, l'articolo 103, comma 3-bis, ogni altra disposizione del presente decreto che pone a carico dell'offerente o della società emittente specifici obblighi informativi nei confronti dei dipendenti o dei loro rappresentanti, nonché gli articoli 104, 104-bis e 104-ter, non si applicano alle:

a) offerte pubbliche di acquisto o di scambio aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli;

b) offerte pubbliche di acquisto o scambio che non hanno ad oggetto titoli che attribuiscono il diritto di voto sugli argomenti di cui all'articolo 105, commi 2 e 3;

c) offerte pubbliche di acquisto o di scambio promosse da chi detiene individualmente, direttamente o indirettamente, la maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria della società;

d) offerte pubbliche di acquisto aventi ad oggetto azioni proprie.

3-bis. Salvo quanto previsto dal comma 3, la Consob può individuare con regolamento le offerte pubbliche di acquisto o di scambio, aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli, alle quali le disposizioni della presente Sezione non si applicano in tutto o in parte, ove ciò non contrasti con le finalità indicate all'articolo 91.

4. 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.

4-bis. Sono, in ogni caso, persone che agiscono di concerto:

a) gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'articolo 122, comma 1 e comma 5 lettere a), b), c) e d);

b) un soggetto, il suo controllante, e le società da esso controllate;

c) le società sottoposte a comune controllo;

d) una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione, o di sorveglianza o direttori generali.

4-ter. Fermo restando il comma 4-bis, la Consob individua con regolamento:

a) i casi per i quali si presume che i soggetti coinvolti siano persone che agiscono di concerto ai sensi del comma 4, salvo che provino che non ricorrono le condizioni di cui al medesimo comma;

b) i casi nei quali la cooperazione tra più soggetti non configura un'azione di concerto ai sensi del comma 4».

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. L'ambito di applicazione della disciplina OPA alla luce del decreto di recepimento: le disposizioni di applicazione generale. – 3. (*Segue*). La disciplina speciale in tema di offerte per il controllo. – 4. (*Segue*). Le definizioni di "titoli" e di "società italiana quotata". – 5. La definizione di "persone che agiscono di concerto": rinvio.

Commento di  
Paolo Sersale

1. L'art. 101-*bis* in commento introduce per la prima volta nel Capo del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ("Tuf") dedicato alle Offerte Pubbliche di Acquisto, alcune specifiche disposizioni e definizioni rilevanti in tema di ambito applicativo della disciplina OPA.

La disposizione è stata inserita *ex novo* dal d.lgs. n. 229 del 2007 di recepimento della direttiva 2004/25/CE in tema di offerte pubbliche di acquisto (la "direttiva OPA")<sup>1</sup>, come successivamente integrata dal d.lgs. n. 145 del 2009, recante disposizioni correttive ed integrative del decreto n. 229 del 2007<sup>2</sup>.

Nonostante la disposizione sia collocata sistematicamente all'inizio della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e sia rubricata "*Definizioni ed ambito applicativo*", non si tratta di una rivoluzione: in pratica, prendendo spunto dalla necessità di delimitare il campo di applicazione delle nuove disposizioni di recepimento della direttiva OPA, il legislatore si è limitato a fornire, in due riprese, alcune precisazioni terminologiche e di sistema, che, per quanto importanti, non incidono significativamente sull'impalca-

tura di regole previgenti e anzi si inseriscono nel solco tracciato Tuf.

Un rapido sguardo alla disciplina previgente e all'evoluzione delle disposizioni in materia di ambito applicativo delle OPA può servire ad inquadrare la portata delle novità.

Antecedentemente all'approvazione del Tuf, non esisteva un quadro normativamente completo ed organico in tema di OPA, in quanto la l. n. 149 del 1992 si limitava a disciplinare le offerte pubbliche di acquisto e scambio aventi ad oggetto valori mobiliari quotati e muniti del diritto di voto. Il legislatore di allora – con approccio non dissimile a quello usato più tardi in sede comunitaria con la direttiva OPA – si preoccupava, prioritariamente, di regolare il mercato del controllo di società quotate, sulla scorta dell'intenso dibattito di quegli anni<sup>3</sup>; mentre le altre ipotesi di offerta relative a titoli diversi da quelli muniti del diritto di voto venivano lasciate alla disciplina frammentaria della "*sollecitazione al disinvestimento*", contenuta nell'art. 18 della risalente l. n. 216 del 1974 ed ai tentativi di inquadramento civilistico nella figura dell'offerta al pubblico di cui all'art. 1336 c.c.<sup>4</sup>, ovvero, secondo altra minoritaria tendenza interpretativa, nella figura della promessa al pubblico di cui all'art. 1989 c.c.<sup>5</sup>.

Il primo sforzo organico di regolamentazione delle offerte pubbliche di acquisto e scambio, e quindi di definizione

<sup>1</sup> D.lgs. 9 novembre 2007, n. 229 "Recepimento della direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto, in attuazione della delega di cui all'articolo 1 della legge 25 aprile 2005, n. 62 e all'articolo 1 della legge 20 giugno 2007, n. 77", pubblicato in G.U. 13 dicembre 2007 ed entrato in vigore il successivo 28 dicembre 2007.

<sup>2</sup> D.lgs. del 25 settembre 2009, n. 146, "Disposizioni integrative e correttive del decreto legislativo 19 novembre 2007, n. 229 in attuazione della delega di cui all'articolo 1, comma 4, della legge 18 aprile 2005, n. 62", pubblicato in G.U. 22 ottobre 2009 ed entrato in vigore il successivo 6 novembre 2009.

<sup>3</sup> Se ne trova tuttora una efficace testimonianza in WEIGMANN, *Le offerte*, 317 ss.

<sup>4</sup> In questo senso CASTELLANO, *Le offerte*, 5; NICOLINI, voce *Offerta*, 768; PESCATORE, *La struttura*, 55.

<sup>5</sup> ASTOLFI, *Offerta pubblica*, 643.

sistematica del campo di applicazione della disciplina OPA, si ha con l'approvazione del Tuf (d.lgs. n. 58 del 1998). In particolare, il legislatore del Tuf è intervenuto su due livelli distinti di disciplina: una serie di norme di applicazione "generale", [gli artt. 102-104], destinate a regolare prevalentemente aspetti di trasparenza e di correttezza nello svolgimento di qualsiasi ipotesi di offerta; quindi una serie di norme "speciali", [gli artt. 105-111], destinate a regolare le ipotesi di offerta obbligatoria propedeutiche o successive all'acquisto del controllo in società italiane quotate<sup>6</sup>.

In questo contesto è stata introdotta, alla lett. v) del comma 1 dell'art. 1 Tuf, la definizione di «*offerta pubblica di acquisto e scambio*»<sup>7</sup>. Si noti che con questa definizione il legislatore non si è curato di dare un inquadramento civilistico alle offerte pubbliche di acquisto e scambio, limitandosi ad elencare una serie di comportamenti negoziali o addirittura semplicemente promozionali, purché indirizzati ad un pubblico sufficientemente ampio, per numero e per controvalore, di destinatari<sup>8</sup>. Ed invero, gli interessi prioritariamente tutelati dalle norme in questione non sono quelli dei contraenti

dell'offerta pubblica di acquisto in quanto tali, bensì quelli dei risparmiatori destinatari dell'offerta e, più in generale, l'interesse pubblico alla trasparenza ed efficienza del mercato, in coerenza con gli scopi dichiarati del Tuf. In questa prospettiva, la finalità prevalente delle norme in tema di offerta pubblica di acquisto, allora come oggi, è di assoggettare a disciplina di trasparenza e correttezza tutte quelle operazioni che possono avere rilevanza alla luce degli interessi tutelati. Pertanto, in questo senso, la definizione in questione può considerarsi «aperta», con finalità antielusiva, destinata, da un lato, ad identificare le «offerte» assoggettate alla disciplina degli artt. 102 ss. Tuf, dall'altro lato, a vietare attività sollecitatorie o promozionali al disinvestimento in assenza delle formalità e cautele richieste dalla legge.

È su questo terreno che si inserisce l'intervento avvenuto da ultimo con il decreto n. 229 del 2007. Come si è detto, l'intervento si è reso necessario per recepire a livello nazionale le disposizioni della direttiva OPA. Sennonché tale direttiva è incentrata unicamente sulle offerte pubbliche di acquisto aventi ad oggetto «*valori mobiliari trasferibili che conferiscono il diritto di voto*», che siano emessi da «*una società di diritto di uno Stato membro, quando una parte o la totalità di detti titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato (...) in uno o più Stati membri*» e a condizione che tale offerta sia «*successiva o strumentale all'acquisizione del controllo*»<sup>9</sup>, e prevede *inter alia* norme in tema di difese della società *target* e di informativa ai lavoratori, effettivamente

<sup>6</sup> Sulla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto prevista dal Tuf, ed in particolare sull'ambito di applicazione della stessa, si veda PEDERZINI, *Profili*, 1 ss.; PICONE, *Le offerte*, 7; MOSCA, *Sub art. 102*, 429; MECELLI, *L'ambito*, 77; CALLEGARI, *Sub art. 102*, 2; FALCONE, ROTONDO, SCIPIONE, *Le offerte*, 59.

<sup>7</sup> Nella versione originariamente contenuta nel Tuf, la definizione di «*offerta pubblica di acquisto e scambio*» di cui alla lett. v) del comma 1 dell'art. 1, faceva riferimento ad «*ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti ad un numero di soggetti superiore a quello indicato nel regolamento previsto dall'articolo 100 nonché di ammontare complessivo superiore a quello indicato nel medesimo regolamento*».

<sup>8</sup> Cfr. PEDERZINI, *Profili*, 10.

<sup>9</sup> È quanto si ricava dalla lettura combinata dell'art. 1, comma 1, direttiva OPA e delle definizioni di «*offerta pubblica di acquisto*» e di «*titoli*» contenute alle lett. a) ed e) dell'art. 2, comma 1, della medesima direttiva.

rilevanti solo nel contesto di offerte per il controllo di una società<sup>10</sup>.

Pertanto, al fine di recepire le disposizioni della direttiva in tema di offerte «*successive o strumentali all'acquisizione del controllo*», il decreto n. 229 del 2007 di recepimento ha dovuto procedere all'identificazione, tramite i primi tre commi della norma in commento, di un ulteriore distinto livello di disciplina, dedicato appunto alle offerte per il controllo della società<sup>11</sup>. Quindi, con il successivo decreto correttivo n. 145 del 2009, è stato inserito nel corpo della disposizione in commento un ulteriore comma 3-*bis*, che prevede un inedito potere della Consob di individuare ipotesi di disapplicazione delle disposizioni generali in tema di OPA. Infine, con i commi 4 ss. dell'art. 101-*bis* Tuf, si è provveduto dapprima ad allineare la definizione di «*persone che agiscono di concerto*» a quella contenuta nella direttiva OPA; successivamente, con il decreto correttivo, ad operare un più ampio riordino della definizione di concerto e del relativo campo di applicazione.

Ne emerge un sistema di norme il cui campo di applicazione conserva una notevole complessità tra diversi livelli di disciplina ed una certa frammentazione tra norme primarie e norme secondarie. Nei paragrafi che seguono, si tenterà pertanto di ricostruire tale sistema, mettendo in evidenza le novità introdotte dall'art. 101-*bis* e rinviando sul tema del «concerto» al commento all'art. 109 Tuf. Non saranno invece esaminati in questa sede i temi legati all'ambito di applicazione territoriale delle norme OPA, per i quali si

rinvia al commento dell'art. 101-*ter* che segue.

2. Per quanto attiene alle norme di applicazione generale, anche a seguito del recepimento della direttiva OPA la definizione di riferimento resta quella di «*offerta pubblica di acquisto e scambio*» di cui all'art. 1, comma 1, lett. v), Tuf.

Va qui segnalato che tale definizione ha subito dei ritocchi proprio con il decreto n. 229 del 2007 di recepimento della direttiva OPA, e pertanto attualmente definisce come tale «*ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti ad un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicato nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 1, lettere b) e c); non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente ad oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari*». In pratica, tralasciando le modifiche di natura meramente linguistica, è stato solo aggiunto in chiusura della norma un esplicito caso di esclusione derivante direttamente dalla direttiva OPA, ovvero le offerte su titoli emessi dalle banche centrali di Stati comunitari<sup>12</sup>.

Per il resto, rimane valida l'elaborazione e la casistica esistente sull'interpretazione e sugli effetti pratici della definizione in esame<sup>13</sup>. In sintesi, da un punto

<sup>10</sup> Sulla direttiva 2004/25/CE in tema di offerte pubbliche di acquisto si veda ANGELILLIS, MOSCA, *Considerazioni*, 1106; SCIPIONE, *La nuova direttiva*, 22; TOLA, *La direttiva*, 490.

<sup>11</sup> Sulle prime modifiche introdotte dal decreto di recepimento della direttiva OPA, cfr. MUCCIARELLI, *L'attuazione*, 448.

<sup>12</sup> Da notare che l'effetto pratico dell'esclusione in ambito italiano è potenzialmente più ampio di quello comunitario, in quanto il raggio applicativo della direttiva ora richiamata è limitato ai titoli quotati (art. 1, comma 1, della direttiva), mentre la definizione di «*titoli*» rilevanti a fini OPA contenuta nell'art. 101-*bis* Tuf non contiene eguale limitazione. Al riguardo cfr. *Relazione illustrativa allo schema di Decreto legislativo di attuazione della Direttiva 2004/25/CE*, 2.

<sup>13</sup> In proposito, si rinvia agli Autori citati *supra*, nota 6.

di vista *oggettivo*, la definizione rende applicabili le norme generali in tema di svolgimento e trasparenza delle OPA a tutte le offerte aventi ad oggetto «*prodotti finanziari*», intesi nell'accezione di cui alla definizione prevista dalla lett. u), dell'art. 1, comma 1, Tuf, e pertanto a tutte le offerte pubbliche di acquisto e scambio aventi ad oggetto qualsiasi forma di investimento finanziario, comprese azioni, obbligazioni, strumenti finanziari ibridi e partecipativi<sup>14</sup>, strumenti del mercato monetario, quote di organismi di investimento collettivo del risparmio e contratti derivati<sup>15</sup>.

Da un punto di vista *soggettivo*, le offerte rilevanti sono quelle destinate ad almeno cento soggetti e che rientrano nei parametri di valore previsti dall'art. 34-ter, lett. c), d), e), f) e g), del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 1999 ("Regolamento Emittenti"), come successivamente modificato ed integrato<sup>16</sup>. Va in proposito notato che, a

differenza di quanto avviene in tema di offerta pubblica di vendita e sottoscrizione, tra i casi di esenzione richiamati non è ricompreso quello degli «*investitori qualificati*» di cui all'art. 34-*quater* del citato reg. n. 11971 del 1999. Pertanto (salvo deroga da parte della Consob in forza del comma 3 dell'art. 101-*bis* Tuf, su cui *infra* in questo §), gli art. 102 ss. Tuf restano potenzialmente applicabili anche se l'offerta è rivolta ai soli investitori qualificati<sup>17</sup>.

Da un punto di vista, poi, delle *modalità* utilizzate al fine di promuovere l'offerta, la definizione di cui all'art. 1, comma 1, lett. v), Tuf fa riferimento ad ogni «*offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale, in qualunque forma effettuati, finalizzati all'acquisto e allo scambio di prodotti finanziari*». Al riguardo, mentre il concetto di «*offerta*» appare di applicazione intuitiva e coerente con la materia in questione, meno evidente è il richiamo a

---

*un'offerta il cui corrispettivo totale sia inferiore a 2.500.000 di euro. A tal fine si considerano unitariamente più offerte aventi ad oggetto il medesimo prodotto effettuate dal medesimo emittente od offerente nell'arco di dodici mesi;*

*d) aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi da quelli indicati nelle lettere f) e g) per un corrispettivo totale di almeno 50.000 euro per investitore e per ogni offerta separata;*

*e) aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi da quelli indicati nelle lettere f) e g) di valore nominale unitario minimo di almeno 50.000 euro;*

*f) aventi ad oggetto OICR aperti il cui ammontare minimo di sottoscrizione sia pari ad almeno 250.000 euro;*

*g) aventi ad oggetto prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione con premio minimo iniziale di almeno 250.000 euro».*

<sup>17</sup> Ciò in quanto il nuovo testo dell'art. 1, comma 1, lett. v), Tuf richiama esplicitamente solo le lett. b) e c) dell'art. 100 Tuf, e non già la lett. a) di tale disposizione che fa riferimento agli investitori qualificati. Né ritengo tale richiamo possa desumersi per via interpretativa, ostandovi il dato letterale dell'art. 1, comma 1, lett. v), che fa riferimento ad offerte "rivolte ad un numero di soggetti" inferiore ai limiti indicati. In questo senso, già nel vigore della precedente formulazione della norma, cfr. PEDERZINI, *Profili*, 21.

<sup>14</sup> In particolare si possono citare gli strumenti finanziari partecipativi di cui agli artt. 2346, comma 6, c.c., gli strumenti finanziari a favore dei prestatori di lavoro di cui all'art. 2349, comma 2, c.c., gli strumenti finanziari di "debito" di cui all'art. 2411, comma 3, c.c., nonché infine gli strumenti di partecipazione all'affare di cui all'art. 2447-ter, comma 1, lett. e), c.c. In tema si veda, *ex multis*, NOTARI, *Le categorie*, 45.

<sup>15</sup> La definizione di «*prodotti finanziari*» in parola richiama direttamente la definizione di «*strumenti finanziari*» di cui al comma 2 dell'art. 1 Tuf e, indirettamente, quella di «*valori mobiliari*» di cui al precedente comma 1-*bis*, nonché con formula di chiusura «*ogni forma di investimento di natura finanziaria*»; precisa tuttavia che «*non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari*». In tema di prodotti finanziari si veda, per tutti, COSTI, ENRIQUES, *Il mercato*, 42.

<sup>16</sup> Si tratta appunto del regolamento previsto dall'art. 100, lett. b) e c), Tuf. In particolare, nel testo da ultimo modificato con delibera Consob 19 marzo 2009, n. 16840, l'art. 34-ter, lett. da c) a g), fa riferimento ad offerte;

«*c) aventi ad oggetto prodotti finanziari inclusi in*

concetti di «*invito ad offrire*» e di «*messaggio promozionale*», tipici di una attività meramente propedeutica o strumentale all'offerta. Nel primo caso, il termine «*invito ad offrire*» sembra richiamare le ipotesi di comportamenti che, pur non costituendo tecnicamente una offerta contrattuale, sono idonei ad indurre indirettamente l'investitore a farsi egli stesso offerente della compravendita o scambio di prodotti finanziari<sup>18</sup>; mentre nel caso dei «*messaggi promozionali*», il termine sembra evocare latamente tutte le attività pubblicitarie e promozionali atte ad indurre un investitore a disinvestire rispetto ad un determinato prodotto finanziario<sup>19</sup>. In realtà, come si è sopra accennato, tali concetti rivelano la natura «antielusiva» della definizione in questione, tesa a vietare qualunque comportamento riconducibile ad attività sollecitatoria o promozionale strumentale ad un'OPA, a prescindere dalla forma concretamente utilizzata.

In questo contesto di applicazione estesa o estensibile delle norme in tema di offerte pubbliche di acquisto e scambio, del tutto nuova è la previsione inserita dal Decreto correttivo al comma 3-*bis* dell'art. 101-*bis* Tuf, che attribuisce alla Consob il potere di individuare con regolamento casi di inapplicabilità, totale o parziale, delle norme generali in tema di OPA, con riferimento ad «*offerte pubbliche di acquisto o di scambio, aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi da titoli*», e ciò sempre che «*non contrasti con le finalità indicate all'articolo 91*». Tale facoltà di esclusione per via regolamentare è stata

inserita nel Decreto correttivo su sollecitazione della stessa Commissione, evidentemente consapevole dell'estrema ampiezza della definizione di «*offerta pubblica di acquisto e scambio*» e, pertanto, della necessità di prevedere casi di esclusione in ipotesi estranee agli interessi tutelati dalla disciplina OPA, ovvero in ipotesi in cui tali interessi sono presidiati da altre disposizioni<sup>20</sup>. Naturalmente si tratta di vedere come la Consob utilizzerà concretamente la delega regolamentare affidatagli in materia. In assenza di tale regolamento e sulla scorta della scarna lettera della disposizione in commento, si può solo notare che tale potere di esclusione potrà essere esercitato soltanto nei confronti di quelle offerte che abbiano ad oggetto «*prodotti finanziari diversi da titoli*», con esclusione delle offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari con diritto di voto soggette alle regole di armonizzazione previste dalla direttiva OPA. Inoltre, come recita la parte

<sup>18</sup> Cfr. PEDERZINI, *Profili*, 12, in particolare nota 13. Tale concetto è in particolare importante per distinguere nella prassi il sottile confine tra ipotesi di «*reverse solicitation*» (letteralmente «sollecitazione inversa») ammissibili, in quanto effettivamente spontanee, da quelle potenzialmente vietate, in quanto indotte dall'offerente.

<sup>19</sup> In tema cfr. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato*, 54.

<sup>20</sup> In particolare, una delle preoccupazioni manifestate dalla Commissione in diverse occasioni (in particolare, da ultimo, cfr. Comunicazione Consob n. DEM/9034174 del 16 aprile 2009 in tema di OPS aventi ad oggetto obbligazioni) è quella di evitare disparità di trattamento tra gli investitori italiani e quelli di altri paesi europei che prevedono – al di fuori dell'area di armonizzazione obbligatoria della direttiva OPA (e cioè quella delle offerte per il controllo – cfr. *supra*, § 1) – un raggio applicativo delle norme in tema d'OPA diverso rispetto a quello, assai ampio, della normativa italiana, ovvero che prevedono, in luogo della disciplina OPA, l'applicazione delle disposizioni in tema di sollecitazione all'investimento. La prassi ha infatti dimostrato che tali disparità possono di fatto penalizzare la posizione degli investitori italiani rispetto a quelli di altri paesi, a causa della disciplina più rigorosa prevista in Italia o a causa del fatto che la disciplina OPA non prevede – a differenza di quella in tema di sollecitazione – la possibilità di ottenere in Italia il riconoscimento di un prospetto approvato in un altro paese dell'Unione Europea. Nella medesima prospettiva, si veda anche la facoltà prevista per la Consob dal nuovo comma 4-*bis* dell'art. 102 Tuf, di applicare, in luogo delle norme OPA, la disciplina delle offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione di strumenti finanziari.

finale della disposizione in parola, il potere regolamentare della Consob dovrà essere esercitato secondo criteri coerenti con gli obiettivi di tutela degli investitori e di efficienza e trasparenza del mercato previsti dall'art. 91 Tuf<sup>21</sup>.

In questa prospettiva, un possibile caso di esenzione per via regolamentare potrebbe essere quello delle offerte (relative a prodotti finanziari diversi da "titoli") rivolte esclusivamente ad "investitori qualificati" che, come si è sopra accennato, non sfuggono al campo di applicazione della disciplina OPA<sup>22</sup>. Si potrebbe infatti ragionevolmente sostenere che in tale ipotesi non sussistano le medesime esigenze di trasparenza e di tutela degli investitori necessario per l'investitore non qualificato. Altre ipotesi, poi, potrebbero essere identificate in funzione della natura dell'emittente, dei prodotti finanziari oggetto di offerta (es. organismi sovranazionali) ovvero in ragione del taglio dei prodotti finanziari in questione.

**3.** Ricostruito l'ambito di applicazione delle norme "generali" in tema di OPA, occorre ora curarsi delle novità introdotte in tema di disciplina "speciale" delle offerte per il controllo.

Come si è accennato<sup>23</sup>, l'armonizzazione comunitaria operata dalla direttiva OPA è focalizzata sulle offerte pubbliche di acquisto «*successive o strumentali all'acquisizione del controllo*» di una società quotata<sup>24</sup>, ed in particolare contiene nuo-

ve disposizioni in tema di difese e di informativa ai lavoratori<sup>25</sup>. In sede di recepimento, pertanto, il legislatore si è trovato nella necessità di definire un nuovo livello di disciplina "speciale", incentrato appunto sulle "offerte per il controllo", rilevante ai fini dell'applicazione delle nuove disposizioni in tema di *passivity* (art. 104 Tuf), *breakthrough rule* (art. 104-bis Tuf), reciprocità (art. 104-ter Tuf) e tutela dei lavoratori (art. 102, comma 2 e 5, e art. 103, comma 3-bis Tuf).

Anziché recepire la definizione di "offerta pubblica di acquisto" prevista dall'art. 2, comma 1, lett. d), della direttiva OPA – che in sede di consultazione della bozza di Decreto di recepimento era stata criticata per l'eccessiva genericità<sup>26</sup> –, il legislatore ha preferito delimitare la fattispecie di "offerta per il controllo" *a contrario*, tramite l'identificazione di alcuni tipi di offerta cui le nuove disposizioni in tema di difese e di tutela dei lavoratori non si applicano.

In particolare, ai sensi del comma 3 dell'art. 101-bis Tuf, le disposizioni in tema di difese di cui agli artt. 101, 104-bis e 104-ter Tuf, nonché tutte le disposizioni in tema di obblighi informativi nei confronti dei dipendenti e dei loro rappresentanti, non si applicano alle offerte pubbliche di acquisto e scambio:

- a) aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi da titoli;
- b) che non hanno ad oggetto titoli che attribuiscono il diritto di voto sulle materie di cui all'art. 105, comma 2 e 3;

<sup>21</sup> Ai sensi dell'art. 91 Tuf, "La Consob esercita i poteri previsti dalla presente parte avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali". In tema cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina*, 29.

<sup>22</sup> Cfr. *supra*, nota 17.

<sup>23</sup> Cfr. *supra*, § 1.

<sup>24</sup> Cfr. art. 1, comma 1, e art. 2, comma 1, lett. a) ed e) della direttiva OPA.

<sup>25</sup> In particolare, l'art. 9 della direttiva OPA prevede norme in tema di *passivity* da parte dell'organo di amministrazione della società emittente, mentre l'art. 11 disciplina la c.d. "regola di neutralizzazione". L'art. 14, infine, richiama le disposizioni in tema di informazione e consultazione dei lavoratori.

<sup>26</sup> Cfr. *Relazione illustrativa allo schema di Decreto legislativo di attuazione della Direttiva 2004/25/CE*, 3.