

LE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO: LA NUOVA LEGGE ALLA PROVA DEL MERCATO

di **Vincenzo Mariconda** Professore a contratto di istituzioni di diritto privato nell'Università Cattolica di Milano

1. Il decreto Draghi (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) fu salutato unanimemente come un felice e illuminato progresso legislativo in tema di società per azioni quotate. A giudicare dal fatto che - secondo quanto osservato dal Presidente della Consob, prof. Spaventa, nella relazione letta a Milano lo scorso 12 aprile 1999 - «eventi recenti sottopongono le norme a prove di resistenza di portata forse imprevedibile», può darsi che quel giudizio sia stato troppo ottimistico.

D'altra parte veniva da tutti auspicato che il fenomeno della "contendibilità" delle imprese potesse imprimere al nostro mercato mobiliare - tradizionalmente troppo timido e scarsamente dinamico - un tasso di concorrenzialità più accentuato, a tutto vantaggio della esigenza di maggiore aggressività delle politiche di gestione e, in tal modo, di migliore capacità di soddisfare le aspettative degli azionisti continuamente rivolte a strappi nelle quotazioni dei titoli.

Vanno dunque viste con favore - come, difatti, in genere è accaduto - le numerose offerte, lanciate in quest'ultimo periodo sul nostro mercato per importi imponenti e del tutto inusuali, relative a società quotate di notevoli dimensioni, di cui gli offerenti chiedono di acquisire il controllo mediante acquisti da perfezionare con l'intera platea degli azionisti, grandi e piccoli.

Per la verità l'opinione pubblica è rimasta particolarmente colpita - e sconcertata - per un verso dalle continue incertezze che si sono manifestate in ordine alla disciplina relativa ai principali nodi di tali operazioni; e per altro verso dalla singolare contraddizione tra una continua invocazione del "mercato" quale arbitro decisivo delle partite aperte e, tuttavia, i tempi lunghi (o addirittura infiniti) necessari per giungere al momento in cui davvero gli azionisti vengono chiamati ad esprimere le loro scelte.

Per accennare solo ad alcuni dei punti controversi che maggiormente hanno evidenziato un'insufficiente maturazione legislativa delle problematiche sottese ad una "scalata" (specie se *ostile*), si consideri:

a) che dell'offerta si deve dare (art. 102, comma 1, del decreto Draghi) "preventiva comunicazione", che pur dovendo contenere «le informazioni (tutte?) necessarie per consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta», non è tuttavia ancora il vero e proprio - successivo -

"documento" contenente l'offerta definitiva: quale "scarto" è ammissibile tra i due atti? solo quelli sollecitati dalla Consob per "integrare" la comunicazione "preventiva" ovvero pure quelli che meglio possano rispondere, anche ad iniziativa dell'offerente, a chiarire e completare l'offerta?

b) che l'offerta "è irrevocabile" (art. 103, comma 1) ma può essere sottoposta a condizioni (salvo quelle «il cui verificarsi dipende dalla mera volontà dell'offerente», art. 8, comma 1, del Regolamento Consob di attuazione del decreto, adottato con Deliberazione Consob 1° luglio 1998, n. 11520): non ne deriva una "revoca (o caducazione) al verificarsi degli eventi assunti a condizione risolutiva? e quale grado di discrezionalità va riconosciuto all'offerente nell'elencare una serie di eventi al cui avverarsi - o non avverarsi - rimane condizionata (l'efficacia dell'offerta)?

c) che l'offerta di acquisto riguarda beni "di secondo grado" (le azioni) rappresentativi di patrimoni sociali che durante l'offerta non possono restare congelati: scontata la dinamica coerente con una gestione ordinaria, ha diritto l'offerente di condizionare l'OPA al mancato verificarsi di modifiche a carattere straordinario, idonee ad alterare significativamente il complesso al cui controllo si aspira?

d) che l'obbligo delle società "bersaglio" di astenersi «dal compiere atti ed operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta», salva autorizzazione assembleare (art. 104, comma 1), non delinea in modo sufficientemente preciso l'area dei provvedimenti interdetti agli amministratori della società sotto attacco: è legittima l'assunzione di prestiti straordinari, la cessione di rami d'azienda, la stipulazione di contratti commerciali di particolare rilevanza, e via enumerando?

e) che «durante il periodo d'offerta i soggetti interessati diffondono dichiarazioni riguardanti l'offerta e l'emittente soltanto tramite comunicati al mercato, contestualmente trasmessi alla Consob» (art. 9, comma 1, Regolamento Consob), laddove di fatto si registra un'autentica esplosione di dichiarazioni di tutti i tipi - anche di soggetti interessati o di ispirazione di questi - idonei a determinare veri e propri minuetti di valutazioni, ipotesi, progetti, ecc., tali da rendere impossibile una pacata riflessione da parte dei destinatari dell'offerta, turbati da girandole di notizie e supposizioni.

E

EDITORIALE

533

IL CORRIERE
GIURIDICO
n. 5/1999

f) che, in materia di banche, la contendibilità delle società quotate non deve mettere a repentaglio, ad avviso del Governatore, «la continuità della conduzione manageriale», con limitazioni ai principi della libertà di procedere ad OPA che appaiono scarsamente rispettosi degli usuali peana circa la supposta sovranità del mercato.

Su questi punti - ma pure su numerosi altri: basti pensare all'autentico rompicapo rappresentato dalla nozione di "acquisto *di concerto*" (art. 109), invocabile pure quando non sia affatto dimostrato che tra gli acquirenti sussista, appunto, "un concerto" - parrebbe particolarmente opportuna, alla luce delle esperienze in corso, una "rivisitazione" legislativa. È vero che tra normativa "a maglie strette" - con il rischio di un eccesso casistico a carattere burocratico - e normativa "a ma-

glie larghe", con il rischio di incertezze da superare con i normali rimedi interpretativi, giustamente il presidente della Consob, nella relazione già citata, ha ribadito una preferenza per quest'ultima. Ma in un Paese in cui la giustizia civile non sembra in grado di risolvere conflitti sull'applicazione delle norme se non in tempi biblici, e l'organo preposto alla tutela del mercato mobiliare lamenta di continuo di non avere adeguati poteri di intervento per la immediata soluzione di dubbi circa la legittimità di comportamenti degli operatori, lo sconcerto dell'opinione pubblica appare ben giustificato.

A meno di ritenere che, tutto sommato, continuare a lasciare ampi spazi, quand'anche sotterranei, ai c.d. "poteri forti" sia ancora la via da preferire, nonostante i quotidiani omaggi ufficiali alla trasparenza.

E

EDITORIALE

534

IL CORRIERE
GIURIDICO
n. 5/1999