



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II  
FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

# **INNOVAZIONE E DIRITTO**

## **Il nuovo regime delle offerte pubbliche di scambio connesse ad operazioni di ristrutturazione del debito**

**di Luigi Scipione**

A differenza di altri ordinamenti dell'Unione Europea, in Italia il legislatore non considerava le offerte pubbliche di scambio alla stregua di operazioni da ricondurre nell'ambito della Direttiva 2003/71/CE. Per contro, tali iniziative erano ricomprese nell'alveo della disciplina relativa alle offerte pubbliche di acquisto e di scambio. Con le novità di cui al D.Lgs. 18 settembre 2009, n. 146 (c.d. "Decreto correttivo") è possibile usufruire del c.d. "passaporto europeo" che permette di promuovere in Italia un'offerta di scambio transfrontaliera secondo le regole previste dalla Direttiva Prospetti e, pertanto, sulla base della traduzione della sola nota di sintesi. In merito la Consob era intervenuta dapprima con una comunicazione interpretativa, poi modificando l'articolo 37 del Regolamento emittenti, da ultimo proponendo una serie di interventi correttivi dell'attuale disciplina con l'obiettivo di temperare gli oneri di compliance per gli operatori pur assicurando adeguata tutela informativa agli investitori.

**Sommario: 1. Note introduttive. - 2. Le offerte pubbliche connesse ad operazioni di ristrutturazione del debito. - 3. Dalla nozione di sollecitazione all'investimento alla definizione di offerta al pubblico di prodotti finanziari. - 3.1. (Segue): il "Passaporto comunitario" tra disciplina europea e normativa interna. - 4. Il coordinamento tra ordinamenti nella "Direttiva Opa". - 5. Le offerte pubbliche di scambio: inquadramento tipologico e disciplina applicabile. - 6. I criteri di interpretazione in materia di Opasc su titoli di debito elaborati medio tempore dalla Consob. - 7. Le modifiche al regolamento emittenti. - 8. La nuova disciplina del "Decreto correttivo". - 9. Profili di incompatibilità delle soluzioni della prassi con il diritto italiano e con la "Direttiva Opa". - 9.1. La salvaguardia del principio di "parità di trattamento" e del "need of protection". - 10. Le recenti modifiche regolamentari proposte dalla Consob in materia di Opasc. - 10.1. (Segue): il riconoscimento in Italia dei documenti di offerta approvati all'estero. - 11. Osservazioni conclusive.**

## 1. Note introduttive.

La materia dell'appello al pubblico risparmio presenta di frequente elementi di internazionalità, costituiti da connessioni con diversi ordinamenti finanziari, divenendo così potenzialmente suscettibile di essere oggetto di valutazione da parte di una pluralità di authorities.

Tale fenomeno solleva inevitabili dubbi interpretativi, atteso che le legislazioni statali in tema risultano spesso differenziate, data la varietà degli interessi in gioco (attrazione del risparmio sul mercato nazionale, tutela dei risparmiatori dai rischi connessi all'investimento, tutela delle minoranze azionarie dagli abusi di potere della maggioranza nonché da cambiamenti dei gruppi di controllo, garanzia della stabilità o della contendibilità del governo societario) e dato il diverso equilibrio che siffatti interessi possono trovare, anche e soprattutto in ragione dei differenti modelli di governance adottati negli ordinamenti coinvolti.

Una situazione così delineata pone inesorabilmente esigenze di coordinamento tra sistemi giuridici alle quali, in assenza di soddisfacenti norme di diritto materiale uniforme emanate nel contesto di fenomeni di cooperazione internazionale, si deve tentare di dare risposta mediante gli strumenti interpretativi offerti dalla disciplina del diritto internazionale privato.

Le competenze normative ritenute dagli Stati membri vanno necessariamente funzionalizzate al conseguimento degli obiettivi materiali dell'integrazione europea e tale esigenza deve trovare soddisfazione in ogni settore dell'esperienza giuridica, prescindendo dalla natura e dal rango della fonte di diritto interno in rilievo.

La direttiva 2003/71/CE (c.d. "Direttiva Prospetti") prevede nuove regole che consentono alle società di raccogliere capitali più facilmente e a minor costo in tutta l'Unione europea sulla base dell'avallo dato dall'autorità competente di un unico Stato membro. Essa rafforza la protezione offerta agli investitori garantendo che tutti i prospetti, ovunque siano emessi nell'Unione europea, forniscano loro un'informazione chiara e completa di cui necessitano per assumere decisioni razionali.

Ai sensi della "Direttiva Prospetti", nella maggior parte dei Paesi europei l'offerta pubblica di acquisto (Opa) su titoli di debito è esentata dall'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo, a differenza di quanto avviene per le offerte pubbliche di acquisto su azioni. In pratica, il soggetto che intende promuovere un'Opa su titoli di debito pubblica un documento informativo che non è assoggettato ad alcuna autorizzazione. Laddove, invece, l'offerente intenda offrire in corrispettivo titoli (configurandosi pertanto l'operazione come un'offerta pubblica di acquisto e scambio - Opasc), l'operazione ricade nella disciplina delle offerte di

vendita e sottoscrizione (Opvs). In tale ipotesi deve essere, quindi, pubblicato un prospetto informativo per i soli titoli di nuova emissione (sia pure con informazioni sui titoli riacquistati), salvo il caso in cui l'emissione degli stessi ricada in una fattispecie per la quale è prevista un'apposita esenzione.

## 2. Le offerte pubbliche connesse ad operazioni di ristrutturazione del debito.

Lo strumento dell'offerta pubblica di scambio (Opac), rappresenta una delle soluzioni più praticate nei mercati internazionali per sostituire obbligazioni e altri titoli di debito in circolazione con nuovi titoli (c.d. outstanding).

Tuttavia, molte operazioni di ristrutturazione del debito promosse da soggetti esteri hanno in passato visto l'esclusione dei portatori italiani di tali titoli, dal novero dei destinatari dell'offerta<sup>1</sup>. A costoro era stata altresì preclusa la possibilità di aderire all'offerta svolta all'estero, con un'ulteriore compromissione dei principi di parità di trattamento e di tutela informativa.

Tale circostanza era da imputarsi ad un quadro regolamentare complesso, che rendeva particolarmente oneroso per l'offerente rivolgere un'Opac transfrontaliera (c.d. International public exchange offers) agli investitori italiani. Dal punto di vista procedurale, stante l'applicabilità alle offerte di scambio della disciplina prevista per le offerte pubbliche d'acquisto e la conseguente impossibilità di godere del "Passaporto europeo", l'estensione dell'offerta agli investitori italiani avrebbe richiesto la redazione, non prevista dalle vigenti disposizioni comunitarie, di un ulteriore documento da sottoporre all'approvazione della Consob<sup>2</sup>.

Il prospetto informativo redatto e approvato ai sensi della "Direttiva Prospetti" e del Regolamento comunitario attuativo della stessa (n. 809/2004), a differenza del riconoscimento del documento d'offerta (che, a dire il vero, non aggiunge tutela informativa particolare) previsto dall'art. 6, paragrafo 2, della Direttiva n. 2004/25/CE (c.d. "Direttiva Opa"), prescinde da qualsivoglia intervento dell'Autorità del Paese ospitante e può comportare, ove il prospetto

<sup>1</sup> Le operazioni di ristrutturazione del debito sono realizzate, tipicamente, attraverso lo scambio di titoli in circolazione con altri nuovi (Opac), il riacquisto di titoli esistenti (Opa), la proposta di modifica di termini e condizioni dei titoli esistenti (c.d. consent solicitation), tutte fattispecie rientranti nell'ambito del regime proprio delle Opac. Peraltro, una public exchange offer può assumere diverse modalità, sino ad avere ad oggetto strumenti convertibili in equity. Per un primo commento si veda F. Bruno, *Le international public exchange offers e gli investitori italiani*, in F. Bruno e A. Rozzi (a cura di), *Crisi d'impresa e ristrutturazioni: percorsi tra banca e mercato, Le società*, Milano, 2010, 3 ss. Tra i contributi stranieri si segnalano, in particolare, G. Fuller, *The Law and Practice of International Capital Markets*, London, 2007, 561 ss.; D.R. Brown, C.M. James, R.M. Mooradian, *Private versus Public Creditors Experience in Distressed Firm Debt Restructuring*, in *Bankruptcy & distressed restructurings: analytical issues and investment opportunities*, Edward I. Altman, 1999, 129 ss.

<sup>2</sup> Cfr. F. Bruno, *Le international public exchange offers e gli investitori italiani*, cit., 7 s.; R. Sabbatini, *Bond, Authority in campo sulle emissioni estere*, in *Il Sole 24 Ore*, 17 aprile 2009, 39.

sia redatto in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale, la traduzione della sola nota di sintesi.

La disciplina italiana, per contro, assoggetta(va) entrambe le fattispecie alla disciplina dell'offerta pubblica di acquisto e di scambio di cui agli articoli dal 101-bis al 112 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della finanza, di seguito "Tuf"), con la conseguenza che l'offerente che intende(va) rivolgere l'operazione anche agli investitori italiani era costretto a pubblicare un documento di offerta apposito (redatto in conformità agli schemi previsti dall'art. 37, comma 1, del Regolamento emittenti)<sup>3</sup> per i soli investitori residenti in Italia.

Per giunta, la suddetta riconducibilità delle Opvc nella sfera di applicazione della disciplina delle Opa, anziché di quella delle offerte di vendita e sottoscrizione, non consentiva di fruire del c.d. "Passaporto europeo".

Sul tema delle offerte pubbliche connesse a operazioni di ristrutturazione del debito è, pertanto, intervenuto il D.Lgs. del 18 settembre 2009, n. 146 (il c.d. "Decreto Correttivo")<sup>4</sup> al fine di allineare la disciplina italiana con le prassi per il liability management prevalenti a livello internazionale e consentire l'applicabilità della disciplina delle Opvc alle Opvc aventi ad oggetto titoli di debito<sup>5</sup>.

Le novità introdotte dal D.Lgs. 149/2009 rappresentano la risposta del legislatore alle sollecitazioni provenienti da precedenti iniziative della Consob – dapprima con una comunicazione (n. 9034174 del 16 aprile 2009) interpretativa della normativa nazionale, successivamente attraverso una modifica dell'art. 37 del Regolamento emittenti (delibera n. 16893 del 14 maggio 2009) – alle esigenze di maggiore flessibilità e uniformità della normativa nazionale rispetto al contesto europeo.

<sup>3</sup> Regolamento adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, successivamente modificato e integrato.

<sup>4</sup> Il D.Lgs. del 18 settembre 2009, n. 146 contiene disposizioni integrative e correttive del D.Lgs. 19 novembre 2007, n. 229, recante attuazione della direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto.

<sup>5</sup> Considerando l'ambito e le finalità protettive delle previsioni contenute nel Tuf e tenendo in considerazione il testo di numerose disposizioni dello stesso e del Regolamento emittenti, apprezzabile è anche l'intento di ricondurre ad un concetto unitario la nozione dei «titoli di debito». Vale la pena segnalare che né il Tuf né tantomeno il regolamento emittenti contengono una definizione di "titoli di debito" che ricomprenda tutti gli strumenti finanziari diversi dai "titoli", come definiti dall'art. 101-bis, comma 2, Tuf, vale a dire «gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria». In particolare, sembra opportuno il riferimento alla definizione di "raccolta del risparmio" accolta dal CICR con deliberazione 1058 del 19 luglio 2005: il richiamo consente quantomeno di evitare la moltiplicazione, nell'ordinamento, di fattispecie differenti per discipline basate su analoghe esigenze di tutela. L'inserimento di una definizione chiara consentirebbe altresì al mercato di individuare facilmente il regime applicabile a determinati strumenti finanziari (chiaramente non azionari anche nel contesto della "Direttiva Prospetti"). Ad esempio, certificates e asset-backed securities possono configurarsi quali "strumenti di debito" (Notes) con riferimento alla prassi di mercato internazionale o come strumenti finanziari derivati cartolarizzati, ai sensi dell'art. 2.2.19 del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

3. Dalla nozione di sollecitazione all'investimento alla definizione di offerta al pubblico di prodotti finanziari.

In origine la sollecitazione all'investimento costituiva, insieme all'offerta pubblica di acquisto o scambio, una delle due forme dell'appello al pubblico risparmio presenti nel nostro ordinamento. Il Tuf riconduce ad unità di disciplina il composito articolato normativo che, in tema di sollecitazione al pubblico risparmio, si rinveniva nelle disposizioni di cui alla legge 7 giugno 1974, n. 216 (come modificata dalla legge 23 marzo 1983, n. 77) e alla legge 18 febbraio 1992, n. 149<sup>6</sup>. Il principale elemento innovativo della legge n. 77/83 era rappresentato dall'ampliamento della fattispecie normativa fino a ricomprendere, oltre all'ipotesi dell'acquisto e della vendita mediante offerta al pubblico, ogni altra operazione comunque tendente alla raccolta del risparmio diffuso, configurando in tal guisa la nuova fattispecie della "sollecitazione al pubblico risparmio".

La normativa sulla sollecitazione, con l'entrata in vigore del Tuf, si è poi arricchita di un consistente corpo di norme, che sarebbe limitativo definire procedurali, risalenti alla legge n. 149/92 e ritenute costituenti l'impalcatura portante dell'Opv<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> In sintesi, il rapporto tra queste ultime due leggi era riassunto nell'art. 1 della legge n. 77/83, che ne delimitava l'ambito applicativo, in base al quale "...alla vendita o alla offerta in sottoscrizione di valori mobiliari (quali azioni, obbligazioni convertibili o altri titoli o diritti) che comunque consentono di acquisire diritti di voto..." mediante offerta al pubblico ai sensi dell'art. 18 della legge n. 216/74 e successive modificazioni e integrazioni; e per altro verso nell'art. 5 della legge n. 77/83 ove si disponeva che, per quanto ivi non diversamente disposto, si sarebbero dovute applicare le disposizioni di cui agli artt. 18, 18-bis, 18-ter, 18-quater sempre della legge n. 216/74. Il richiamo che l'art. 1 della legge n. 149/92 faceva alla nozione di offerta al pubblico, di cui all'art. 18 della legge n. 216/74, non realizzava per la verità una semplificazione del quadro normativo a disposizione dell'interprete poiché parificava quanto a disciplina l'intenzione di procedere ad acquisto o vendita mediante offerta al pubblico alla sollecitazione con ogni altro mezzo del pubblico risparmio. Si poneva in particolare il problema di quale nozione al pubblico fosse da accreditare: se collimate con quella di cui all'art. 1336 c.c., ovvero altra, svincolata dal contesto codicistico, i cui contenuti fossero da determinare con riferimento alla più generale categoria e disciplina della sollecitazione al pubblico risparmio di cui, a mente dell'art. 18-ter, l'offerta al pubblico costituiva una delle espressioni. Va detto, senza addentrarci ulteriormente nella querelle, e al di là di ogni opzione interpretativa sul punto, la questione andava stemperandosi nella concorde rilevazione che "...la natura circoscritta e determinata del gruppo dei destinatari non toglie alla sollecitazione il carattere pubblico. E, d'altro canto, la prassi applicativa, oggetto dei suddetti rilievi critici, aveva confermato come l'utilizzo della nozione codicistica di offerta al pubblico non fosse necessariamente riduttivo al fine di sostenere la protezione degli interessi enucleati dalla legge n. 216/74. Affermazione questa, peraltro, ribadita anche all'indomani della promulgazione della legge n. 149/92.

<sup>7</sup> Tra i principali contributi sul tema della sollecitazione all'investimento, anteriormente all'emanazione del Tuf, si rimanda, tra gli altri, ai contributi di P.G. Marchetti, Note sul prospetto informativo, in *Informazione e pubblicità sull'offerta al pubblico di valori mobiliari*, in Auteri (a cura di), 1991, 45 ss.; G. Alpa, Il prospetto informativo, in *Nuova giur. civ.*, 1988, II, 303 ss.; G. Ferrarini, La responsabilità da prospetto, in *Quad. giur. comm.*, 78, Milano, 1986, 120 e ss.; Id., Il carattere pubblico della sollecitazione al risparmio, in *Giur. comm.*, 1990, 1013 ss.; Id., I modi della sollecitazione del risparmio, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1991, I, 15 ss.; F. Bochicchio, Considerazioni sul concetto di sollecitazione del pubblico risparmio alla luce della l. 2 gennaio, n. 1 (c.d. legge Sim), in *Riv. crit. dir. priv.*, 1991, 423; Id., Sollecitazione al pubblico risparmio, Profili civilistici, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1991, 133; Id., La sollecitazione al pubblico risparmio quale figura generale del nostro ordinamento, in *Diritto fall. soc. comm.*, 1997, n. 2, I-843 ss.; M. Lupoi, Trust, sollecitazione del pubblico risparmio, prospetto, tutela del risparmiatore - beneficiario, in *Corr. giur.*, 1995, 6, 751 ss.; F. Di Maio, Attività di sollecitazione del pubblico risparmio: schemi ed adempimenti, in *Le società*, 1995, 4, 487 ss.; P. Valentino, La sollecitazione del pubblico risparmio nell'evoluzione normativa, in *Le società*, 1997, 7, 785 ss.

La dottrina ha rilevato come il Tuf abbia, invero, realizzato una netta separazione tra la disciplina delle offerte di vendita e sottoscrizione e le offerte di acquisto e scambio, escludendo queste ultime dalla definizione di “sollecitazione all’investimento”<sup>8</sup> e formulando in proposito regole del tutto distinte<sup>9</sup>.

Nella considerazione della successione dei piani normativi, ciascuna delle suddette discipline va ora riconsiderata alla luce delle novità di cui, rispettivamente, alla “Direttiva Prospetti”<sup>10</sup> e alla “Direttiva Opa”<sup>11</sup>.

### 3.1. (Segue): il “Passaporto comunitario” tra disciplina europea e normativa interna.

In seguito al recepimento della “Direttiva Prospetti” si è passati dalla nozione di “sollecitazione all’investimento” a quella di “offerta al pubblico di prodotti finanziari”.

La nuova definizione non sembra modificare nella sostanza il principio anteriore, in quanto i confini della fattispecie risultano essere i medesimi<sup>12</sup>. Guardando al dato letterale, è venuta meno la previsione dell’invito ad offrire, ma nella pratica la casistica delineata per la sollecitazione all’investimento non muta con riferimento alla nuova nozione di offerta al pubblico<sup>13</sup>.

È bene precisare che, a monte, la Direttiva 2003/71 muove dall’introduzione di un’autonoma nozione di offerta al pubblico di strumenti finanziari che non è legata al configurarsi di specifiche figure negoziali e prenegoziali, quanto piuttosto alla considerazione del potenziale

<sup>8</sup> Per i primi commenti della disciplina introdotta dal Tuf si vedano, ex multis, P. Anello e S. Rizzini Bisinelli, D.Lgs. 58/1998. Sollecitazione all’investimento e offerta pubblica di acquisto, in *Le società*, 1998, 542 ss.; R. D’ambrosio, Commento sub artt. 102-112, in C. Rabitti Bedogni (a cura di), *Il Testo unico dell’intermediazione finanziaria. Commentario al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998, p. 583 ss.; S. Providenti, *Appello al pubblico risparmio*, in L. Lacaita e V. Napoleoni (a cura di), *Il Testo unico dei mercati finanziari*, Milano, 1998, 33 ss.; F. Buccellato, *Sollecitazione all’investimento e mercato del controllo*, Milano, 2004.

<sup>9</sup> Cfr. F. Annunziata, Commento sub art. 94 Tuf in P.G. Marchetti e L.A. Bianchi (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. Commentario al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1999, t. I, 76 s.

<sup>10</sup> Sugli aspetti generali della Direttiva e sul suo recepimento in Italia, cfr. V. Cariello, *La direttiva 2001/43/CE riguardante l’ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e la proposta di direttiva sul prospetto per l’offerta al pubblico*, in *Europa e dir. priv.*, 2002, 2, 582 ss.; R. Cugnasco, *L’offerta al pubblico di strumenti finanziari: alcune riflessioni sul D.Lgs. n. 51/2007 di recepimento della Direttiva Prospetto*, in *Le società*, 2008, 803 ss.

<sup>11</sup> D’altronde, come sottolinea M.V. Benedettelli, *Offerte pubbliche d’acquisto e concorrenza tra ordinamenti comunitari*, in *Giur. comm.*, 2009, 557, «la Direttiva Opa e la Direttiva Prospetti evidenziano l’adozione da parte delle istituzioni comunitarie di un approccio metodologico, e pongono problemi simili giustificando simili soluzioni».

<sup>12</sup> La fattispecie della sollecitazione all’investimento, ante recepimento della Direttiva Prospetto, era definita dall’art. 1, comma 1, lett. t) del Tuf come «ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari».

<sup>13</sup> Cfr. l’art. 2, comma 1, lett. b) della “Direttiva Prospetti”, che definisce per l’appunto la predetta offerta come «una comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell’offerta e degli strumenti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali strumenti finanziari. Questa definizione si applica anche al collocamento di strumenti finanziari tramite intermediari finanziari».

risultato dell'attività comunicativa dell'offerente, rilevante allorché, in ogni modo e forma essa sia realizzata, per la sufficienza delle informazioni veicolate concernenti l'offerta e gli strumenti finanziari, metta un potenziale investitore nella condizione di assumere la decisione di effettuare l'acquisto ovvero la sottoscrizione [art. 2, paragrafo 1, lett. d)].

Tale lata nozione, a valere peraltro per la sola applicazione della Direttiva, risulta precipuamente funzionale ad individuare il terreno su cui perimetrare i limiti dell'obbligo del prospetto, stabiliti al successivo art. 3. È infatti sulle condizioni di predisposizione, approvazione e distribuzione di quest'ultimo documento che si concentra il dettato normativo, con la dichiarata finalità di armonizzare il regime su base comunitaria, al fine di consentire l'approdo al "Passaporto unico" per gli emittenti.

La prescrizione dell'obbligo della preventiva pubblicazione del prospetto è generalizzata, risultando in linea di principio posta per qualsiasi offerta al pubblico di strumenti finanziari, come per l'ammissione degli stessi alla negoziazione sui mercati regolamentati<sup>14</sup>. Tuttavia, tale obbligo è poi dichiarato inapplicabile in relazione a specifiche tipologie di offerte (art. 3, paragrafo 2), ovvero di strumenti finanziari oggetto di offerta o quotazione (art. 4).

All'interno di questa cornice, il "Passaporto comunitario" agisce sulla base dell'autorizzazione rilasciata dall'Autorità competente, quella cioè del "Paese Membro d'Origine"<sup>15</sup>. Di conseguenza il prospetto approvato ed i supplementi sono validi per l'offerta al pubblico o per l'ammissione alla negoziazione in qualsiasi Stato membro ospitante (art. 17)<sup>16</sup>. Il principio di "mutuo riconoscimento automatico" fa dunque sì che l'emittente non sia più tenuto a richiedere un avallo regolamentare del prospetto informativo destinato a potenziali investitori.

In conformità con la nuova normativa europea, gli artt. 94 e 98-ter Tuf, prevedono l'obbligo per coloro che intendono rivolgere al pubblico un'offerta di sottoscrizione o di vendita di pubblicare

<sup>14</sup> La "Direttiva Prospetti" si applica con riferimento a strumenti finanziari emessi tanto da società di Stati membri, quanto da società di Stati terzi, quando tali strumenti: (i) siano oggetto di un'offerta di acquisto o di sottoscrizione rivolta al pubblico «nel territorio» di uno Stato membro; ovvero (ii) siano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato che «ha sede o opera in uno Stato membro».

<sup>15</sup> Per la definizione di "Stato membro d'origine" v. art. 93-bis, comma 1, lett. f), Tuf.

<sup>16</sup> Tramite il "Passaporto unico per gli emittenti", gli "strumenti finanziari comunitari" vengono proposti agli investitori con una procedura di offerta al pubblico o tramite l'ammissione alla negoziazione. Il prospetto approvato dalla Consob è, ad esempio, valido anche per l'offerta di strumenti finanziari comunitari in altri Paesi Membri ospitanti, laddove, ai sensi dell'art. 93-bis, comma 1, lett. a), Tuf, per «strumenti finanziari comunitari» si intendono solo alcuni tra gli «strumenti finanziari» definiti dall'art. 1, comma 2, Tuf, tra cui rientrano le obbligazioni e i titoli di debito. Si tenga presente, inoltre, che gli strumenti finanziari, come definiti dall'art. 1, comma 2, Tuf, che non sono "strumenti finanziari comunitari" ai sensi dell'art. 93-bis Tuf, sono esclusi dal c.d. "Passaporto Comunitario" – ma sussiste per essi l'obbligo di prospetto. La previgente normativa della sollecitazione all'investimento riguardava le offerte finalizzate alla sottoscrizione o vendita di prodotti finanziari, per tali intendendosi sia tutti gli strumenti finanziari indicati nel citato comma 2 dell'art. 1 del Tuf che ogni altro investimento di natura finanziaria. La nuova disciplina introdotta dalla "Direttiva Prospetti" trova invece applicazione solo riguardo agli strumenti finanziari come definiti dall'art. 1, comma 2, lett. a) e b), del Tuf (si tratta dei «valori mobiliari» e degli «strumenti del mercato monetario»). In sostanza, nulla muta per gli strumenti finanziari comunitari, dato che l'art. 10 del vecchio regolamento emittenti dettava già una disposizione identica per le sollecitazioni di qualsiasi prodotto finanziario.



preventivamente un prospetto il quale contenga, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni necessarie per pervenire ad un fondato giudizio sulla sollecitazione<sup>17</sup>. Alla Consob viene affidata la verifica della completezza del prospetto, che non può essere pubblicato in mancanza della sua approvazione (art. 94, comma 1, Tuf)<sup>18</sup>.

Anche con riguardo alla normativa interna, la legge non impone però di pubblicare sempre un prospetto. L'art. 100 Tuf, rubricato "casi di inapplicabilità", racchiude un elenco di fattispecie in cui le disposizioni del Capo I, sulle offerte al pubblico di sottoscrizione e di vendita (artt. da 93-bis a 101 Tuf), fra cui quelle relative all'obbligo di pubblicare un prospetto, non trovano applicazione.

#### 4. Il coordinamento tra ordinamenti nella "Direttiva Opa".

È interessante notare come, mutatis mutandis, anche sul versante della disciplina delle Opa transfrontaliere comunitarie, il legislatore europeo abbia inteso favorire l'introduzione di un articolato sistema di coordinamento tra gli ordinamenti dei Paesi membri, nell'ottica di non lasciare spazio a conflitti positivi o negativi di leggi e di giurisdizione<sup>19</sup>.

Nello specifico, la "Direttiva Opa" afferma il principio del reciproco riconoscimento dei documenti di offerta (art. 6, comma 2)<sup>20</sup> a cui va ricollegato il principio dell'home country

<sup>17</sup> La funzione del prospetto è ben delineata dal secondo comma dell'art. 94 Tuf. Al riguardo cfr. M. Miola, Commento sub art. 94, in Testo unico della finanza, Commentario diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, 795 e 801; F. Annunziata, Commento sub art. 94, cit., 93 ss.; A. Jannarelli, Commento sub art. 94, in G. Alpa e F. Capriglione (a cura di), Commentario al Testo unico della finanza, Padova, 1998, 886 ss.; C. Comporti, Sollecitazione all'investimento, in A. Patroni Griffi, M. Sandulli e V. Santoro V, (a cura di), Intermediari finanziari, mercati e società quotate, Torino, 1999, 556 ss.

<sup>18</sup> A causa del ritardo del legislatore nazionale nel procedere al recepimento della "Direttiva Prospetti", e al fine di non porre l'Italia in una posizione di svantaggio competitivo rispetto agli altri Stati membri che avevano già proceduto al recepimento della Direttiva, nell'agosto 2005 Consob, facendo leva sul carattere direttamente applicabile del Regolamento 809/2004/CE, ritenne alcune delle previsioni dello stesso (nella specie, quelle previsioni che non sembravano necessitare di un atto di recepimento da parte del legislatore nazionale) direttamente applicabili - tra queste, ad esempio, gli allegati al Regolamento che contenevano i nuovi schemi di prospetto.

<sup>19</sup> L'esame della fattispecie delle Opa transfrontaliere è stato oggetto di particolari approfondimenti solo di recente. Per i primi commenti, si rinvia comunque ai contributi di E. Wymeersch, Some Aspects of Cross-Border Co-operation Between Business Enterprises, in C.L. Horn (a cura di), Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law, London, 2001, 74 s. e 83; A.K. Schnyder, Takeovers and Conflicts of Law, in Ferrarini-Hopt-Wymeersch (a cura di), Capital Markets in the Age of the Euro, London - New York, 2002, 427. Diversità di posizioni sono presenti in M.V. Benedettelli, "Corporate governance", mercati finanziari e diritto internazionale privato, in Riv. dir. int. priv. e proc., 1998, 731; F. Seatzu, Le OPA nel diritto internazionale privato, in Giur. comm., 2000, I, 734 ss.; R. Weigmann, Le offerte pubbliche di acquisto, in Trattato delle società per azioni, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol 10, Torino, 1993, 362 ss.; T. Ballarino, La società per azioni nella disciplina internazionalprivatistica, in Trattato delle società per azioni, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. IX, Tomo II, Torino, 1994, 149; J. Von Hein, Grundfragen des europäischen Übernahmekollisionsrechts, in AG 2001, 231 ss.; U.H. Schneider, Internationales Kapitalmarktrecht, in AG 2001, 276 s.; X. Boucobza, L'Offre Publique Transfrontière, in Mélanges AEDBF France, Paris, 1997, 53 ss.

<sup>20</sup> L'art. 6, paragrafo 2, della Direttiva 2004/25/CE prevede che «qualora il documento di offerta [...] sia stato sottoposto all'approvazione preliminare delle Autorità di vigilanza e sia stato approvato, è riconosciuto, previa eventuale traduzione, negli altri Stati membri, sui cui mercati sono ammessi alla negoziazione i titoli della società emittente, senza

[riveniente dall'art. 4, comma 2, lett. a)], in base al quale la competenza sulla vigilanza dell'offerta è demandata all'Autorità dello Stato in cui la società emittente ha la propria sede legale, se i titoli di tale società sono ammessi alla negoziazione nel mercato regolamentato di tale Stato membro<sup>21</sup>.

È di tutta evidenza come il legislatore comunitario, tramite la previsione dei criteri di collegamento descritti all'art. 4 e caratterizzati da uno stretto rapporto di sussidiarietà, abbia optato per un approccio di tipo internazionalprivatistico<sup>22</sup>. Sicché, al di fuori di questo ambito di applicazione, i criteri di collegamento nazionali non vengono armonizzati, sebbene gli Stati Membri siano liberi di estendere i criteri previsti dalla Direttiva anche alle offerte che non rientrano nel raggio d'azione delimitato dall'art. 1<sup>23</sup>.

Ciononostante, non si può nascondere l'assenza nella disciplina comunitaria di vere e proprie norme di diritto materiale uniforme, necessarie per poter sperare di giungere alla creazione di un mercato unico ed integrato.

La rapida descrizione del nuovo quadro normativo europeo consente di formulare alcune utili osservazioni. In primo luogo è dato rilevare che il legislatore comunitario, nel disciplinare l'attribuzione della competenza a vigilare sull'offerta, non si sia limitato ad introdurre un criterio di collegamento puramente formale, qual'è quello dell'ubicazione della sede legale, ma abbia inteso affiancarvi un principio di stampo prettamente sostanziale, come la quotazione su un mercato (dato che per mezzo di essa si comprova un forte legame economico con il risparmio nazionale, inteso quale fonte di finanziamento).

---

che occorra l'approvazione dell'Autorità di vigilanza di detti Stati membri. Questi ultimi possono richiedere l'aggiunta di informazioni complementari nel documento d'offerta soltanto se queste informazioni sono peculiari al mercato dello Stato membro o degli Stati membri ove i titoli della società emittente sono ammessi alla negoziazione e riguardano le formalità da assolvere per accettare l'offerta e ricevere il corrispettivo dovuto alla chiusura dell'offerta, nonché il regime fiscale al quale sarà soggetto il corrispettivo offerto ai possessori di titoli».

<sup>21</sup> Sul punto sia consentito rinviare a L. Scipione, *La direttiva europea in materia di Opa: profili definitivi e aspetti problematici*, in Riv. dir. com., 1, 2009, 168 s. In realtà, come osserva F.M. Mucciarelli, *Problemi aperti in tema di offerte pubbliche d'acquisto transfrontaliere*, in Banca borsa tit. cred., 2009, p. 387, «la Direttiva non obbliga gli Stati Membri a prevedere un meccanismo di autorizzazione o nulla-osta al documento d'offerta, ma introduce solo un incentivo a farlo, poiché solo le Opa sottoposte ad autorizzazione dell'Autorità nazionale competente possono essere estese agli altri Paesi Membri, senza necessità di essere nuovamente autorizzate in ogni singolo Paese».

<sup>22</sup> Per utili spunti di analisi si rinvia a G. Cian - A. Trabucchi, *Commentario breve al Codice Civile*, Padova, 2004, 2502 ss.; L.G. Picone, *La teoria generale del diritto internazionale privato nella legge italiana di riforma della materia*, in Riv. dir. int., 1996, 289 ss.; F. Mosconi, *Diritto internazionale privato e processuale*, Torino, 2001, 139. Del resto, come rileva F.M. Mucciarelli, *Problemi aperti in tema di offerte pubbliche d'acquisto transfrontaliere*, cit., 383, «a livello comparato pare più diffusa l'adozione di criteri di coordinamento unilateralistici, che mirano solo a determinare l'ambito di applicazione del diritto nazionale e non a stabilire in ogni caso quale sia la legge applicabile a qualsiasi Opa; questa scelta, peraltro, genera inevitabilmente conflitti positivi o negativi di competenza, poiché spesso i diversi Stati coinvolti da un'Opa transfrontaliera non adottano criteri di collegamento identici e, quindi, individua l'ambito di applicazione della propria legge indipendentemente dalle scelte compiute da altri Paesi».

<sup>23</sup> La disciplina comunitaria si applica limitatamente alle Opa tese a conseguire il controllo di società con sede legale in un Paese Membro e con titoli negoziati in un mercato regolamentato comunitario.

In secondo luogo, si osserva che il considerando n. 11 della Direttiva consente agli Stati membri di estendere la disciplina de qua anche a titoli che conferiscono diritti di voto solo in determinate circostanze (si tratta, per l'appunto, di obbligazioni, altri titoli di debito, strumenti ibridi). Tale scelta, che recepisce in pieno taluni suggerimenti formulati in dottrina, poggia sull'assunto che, in situazioni di crisi finanziaria dell'impresa e di sue possibili ristrutturazioni, il controllo della società possa circolare attraverso il capitale di debito piuttosto che attraverso il capitale di rischio.

In terzo luogo, giova rilevare che la "Direttiva Opa" presenta un ambito di operatività non esattamente coincidente con quello della "Direttiva Prospetti" e in parte meno esteso, visto che non interessa anche sollecitazioni su titoli di società di Stati terzi.

#### 5. Le offerte pubbliche di scambio: inquadramento tipologico e disciplina applicabile.

L'art. 1, comma 1, lett. v), Tuf, nel fornirne la definizione, tratta congiuntamente le offerte pubbliche di acquisto e di scambio.

Tale impostazione, del resto, è stata confermata anche in occasione delle modifiche recentemente apportate al Tuf per effetto del recepimento delle disposizioni comunitarie, sebbene la "Direttiva Prospetti" preveda, tra i casi di esenzione elencati nell'art. 4, un'ipotesi specifica per gli strumenti offerti «tramite un'offerta di scambio», dichiarandone implicitamente la riconducibilità alla disciplina delle offerte di vendita e sottoscrizione<sup>24</sup>.

Si aggiunga che, al pari di quanto previsto in sede comunitaria, i nuovi criteri di competenza e sulla legge applicabile introdotti nel Tuf dal D.Lgs. n. 229/2007 riguardano solo «offerte pubbliche d'acquisto o di scambio, aventi ad oggetto titoli di società regolate dal diritto di uno Stato comunitario, e strumentali o successive all'acquisizione del controllo»<sup>25</sup>. L'individuazione di quali siano le offerte non strumentali all'acquisizione del controllo non è però agevole<sup>26</sup>.

<sup>24</sup> L'art. 4, paragrafo 1, lett. b), della "Direttiva Prospetti", nel prevedere che l'obbligo di pubblicazione di un prospetto non si applica all'offerta al pubblico di strumenti finanziari in occasione di un'acquisizione mediante un'Opac, condiziona tale esenzione al fatto che venga comunque predisposto «un documento contenente informazioni considerate dalla Autorità competente equivalenti a quelle del prospetto». Del pari, si prevede al paragrafo successivo che «l'obbligo di pubblicare un prospetto non si applica ai seguenti tipi di offerta: a) un'offerta di strumenti finanziari rivolta unicamente a investitori qualificati; e/o b) un'offerta di strumenti finanziari rivolta a meno di 100 persone fisiche o giuridiche per Stato membro, diverse dagli investitori qualificati; e/o c) un'offerta di strumenti finanziari rivolta a investitori che acquistano strumenti finanziari per un corrispettivo totale di almeno 50000 EUR per investitore, per ogni offerta separata; e/o d) un'offerta di strumenti finanziari il cui valore nominale unitario ammonti ad almeno 50000 EUR; e/o e) un'offerta di strumenti finanziari per un corrispettivo totale inferiore a 100000 EUR, da calcolarsi su un periodo di dodici mesi».

<sup>25</sup> V. art. 101-ter, comma 2, Tuf.

<sup>26</sup> È da precisare che, in sede di recepimento, la norma in oggetto è stata completamente riformulata a seguito delle molte osservazioni ricevute in sede di consultazione, nonché in conseguenza dell'espunzione del concetto di offerta

Sostanzialmente si è fatto riferimento alla nozione di controllo derivante dalla disciplina dell'obbligo di offerta, con riguardo alle azioni di cui si tiene conto nel calcolo della partecipazione di cui all'art. 105, comma 2. Sono inoltre state considerate offerte non strumentali all'acquisizione del controllo quelle di completamento, nonché le offerte aventi ad oggetto azioni proprie. Non è stata data rilevanza alla quotazione dei titoli oggetto di offerta, elemento invece utilizzato nel trasporre nell'ordinamento interno le disposizioni comunitarie in materia di riparto di competenze fra Autorità di vigilanza.

In Italia, le Opasc connesse ad operazioni di ristrutturazione del debito comportano una duplice serie di adempimenti:

- (i) da un lato, l'offerta al pubblico di nuovi titoli sottostà alle disposizioni di cui al Capo I, del Titolo II, parte IV, del Tuf, in particolare per quanto riguarda la predisposizione del relativo prospetto informativo; e,
- (ii) dall'altra, le predette operazioni, in quanto offerte pubbliche di scambio, sono anche sottoposte alle disposizioni del Capo II, del predetto Titolo II, recante le disposizioni in materia di Opasc.

Come è noto, diversamente da quanto accade per l'offerta al pubblico, è elemento costitutivo dell'Opa, secondo l'espressione letterale utilizzata dal legislatore all'art. 1, comma 1, lett. v), il presupposto che l'offerta sia rivolta ad un numero di soggetti superiore a quello indicato nel Regolamento emittenti, nonché di ammontare complessivo superiore a quello indicato nel medesimo Regolamento [come previsto dall'art. 100, comma 1, lett. b) e c), Tuf].

6. I criteri di interpretazione in materia di Opasc elaborati medio tempore dalla Consob.

Fatte queste necessarie premesse, prima di affrontare l'esame delle nuove disposizioni del Decreto correttivo, è indispensabile compiere una ricognizione accurata dei criteri di applicazione elaborati, medio tempore, dalla Consob e poi, da ultimo, trasfusi nel Regolamento emittenti.

---

pubblica armonizzata. In occasione dell'emanazione del D.Lgs. n. 229/2007 è stata da più parti contestata l'impostazione originariamente accolta che enucleava un concetto di offerta pubblica armonizzata che coincideva con la nozione della Direttiva: in particolare, è stato osservato che tale nozione si fondava su un riferimento, quello di offerta strumentale all'acquisizione del controllo, non sufficientemente determinato e che la nozione di offerta pubblica armonizzata sembrava eccessiva, considerato che le disposizioni specifiche ad essa applicabili sono in sostanza quelle in materia di: (i) informazione ai lavoratori; (ii) difese (art. 104) e breakthrough rule (104-bis); (iii) riparto competenze fra Autorità di vigilanza (art. 101-ter). Quindi, anche sulla base dei suggerimenti ricevuti, si è modificata la norma, con la finalità di enucleare quelle offerte pubbliche di acquisto e di scambio per le quali non sia congruente l'applicazione di dette disposizioni.

L'attività di revisione della regolamentazione delle Opa non si è limitata al recepimento delle disposizioni comunitarie contenute nella Direttiva e all'esercizio delle deleghe regolamentari attribuite alla Consob dalla nuova disciplina contenuta nel Tuf, ma ha tenuto conto delle questioni emerse nell'esperienza applicativa della vigente disciplina nonché dell'analisi comparata degli ordinamenti dei principali Paesi in materia.

Invero, a partire dalla comunicazione DEM/4001931 del 2004, la Commissione ha adottato un approccio estensivo volto a ricondurre nella fattispecie di offerta pubblica di scambio un ventaglio potenzialmente ampio di operazioni. In particolare, l'Autorità di vigilanza ha assimilato alle Opac tutte le forme di ristrutturazione del debito realizzate attraverso la modifica di aspetti essenziali del contratto<sup>27</sup>. In diverse occasioni, la Consob ha chiarito che la prospettata modifica alle condizioni del prestito comporta – in sostanza – l'offerta di un "nuovo titolo" in cambio di quello esistente<sup>28</sup>.

Non ogni modifica di una o più condizioni di un prestito si sostanziano necessariamente in una nuova proposta di investimento. Sicché, per esempio, la mera modifica del tasso di interesse, pur costituendo una variazione sostanziale e rilevante tale da alterare le caratteristiche del prestito, non comporta – secondo quanto precisato dalla Consob – «una nuova scelta di investimento da parte dei noteholders nella società»<sup>29</sup>.

La Consob ha indicato, in maniera informale, altre proposte di modifica che configurano un'offerta di scambio, come ad esempio l'inserimento di un'opzione call a beneficio dell'emittente, di una clausola di sostituzione dell'emittente, l'inserimento di una clausola di negative pledge o l'introduzione di covenant specifici che potrebbero pregiudicare la posizione degli investitori (e che non siano modifiche di natura meramente tecnica)<sup>30</sup>.

<sup>27</sup> L'impostazione emersa nelle modifiche del regolamento emittenti del maggio 2009 segue, infatti, un criterio di applicazione in passato già elaborato dalla Consob, nelle more del recepimento della "Direttiva Opa". Si veda, in proposito, Consob, Comunicazione n. DEM/4001931 del 13 gennaio 2004, disponibile su [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>28</sup> Cfr. R. Sabbatini, La trappola dei bond senza prospetto, in *Il Sole 24 Ore*, 18 dicembre 2008. In un'occasione simile, nel settembre del 2007, la Commissione intervenne nei confronti della società francese Danone che intendeva impedire a soggetti italiani di partecipare ad un'offerta promossa sulla società olandese Royal Numico. La storia si è successivamente ripetuta per il caso di un'obbligazione della British Airport Authority (Baa) inglese che, alle prese con una difficile situazione societaria, aveva deciso nell'agosto del 2008 di sostituire alcuni suoi bond con altri di nuova emissione e a più lunga scadenza, ma, per l'appunto, escludendo dall'operazione gli investitori statunitensi e quelli italiani. Questi ultimi si sarebbero dovuti accontentare del risultato della vendita (a partire dal febbraio 2009) di titoli c.d. "di transito" (escrow right) nei quali le loro vecchie obbligazioni sarebbero state nel frattempo concambiate. Nel caso di specie, però, un prospetto era già stato redatto ed autorizzato dal regulator inglese, la Fsa. Il problema piuttosto risiedeva negli oneri legati al riconoscimento reciproco del documento informativo (ad esempio nella sua traduzione in italiano).

<sup>29</sup> Così Consob, Comunicazione n. DEM/4001931 del 13 gennaio 2004, cit. In senso conforme v., da ultimo, Consob, Comunicazione n. DIN/10063701 del 19 luglio 2010.

<sup>30</sup> In questi termini v. Allen & Overy, Osservazioni al documento di consultazione "Recepimento della Direttiva 2004/25/CE in materia di Offerte pubbliche di acquisto e scambio", Milano – Londra, 15 novembre 2010, 8, disponibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

In altri termini, «ciò che caratterizza la modifica del prestito proposta dall'offerente quale offerta di scambio (di strumenti finanziari esistenti con un altro, sostanzialmente diverso, ndr) e la distingue da altre modifiche qualificabili meramente come tali, è la circostanza che le suddette modifiche costituiscano una ulteriore proposta di investimento»<sup>31</sup>.

Per effetto del successivo consolidamento di tale impostazione, allo stato attuale si ritiene possibile enucleare una serie di elementi qualificatori, in presenza dei quali un'offerta pubblica di scambio risulta essere integrata<sup>32</sup>. Più precisamente, l'adempimento di specifici obblighi informativi previsti dal Capo II del Titolo I, parte quarta del Tuf, ricorre ogniqualvolta:

- (i) l'offerta sia rivolta ad un numero di soggetti superiore a duecento, sebbene siano ricompresi in un'unica categoria predefinita (nel caso di specie, costituita dai portatori di obbligazioni);
- (ii) la proposta di ristrutturazione venga portata a conoscenza degli interessati mediante modalità uniformi e standardizzate<sup>33</sup>;
- (iii) il contenuto della proposta sia a sua volta standardizzato e possa essere esclusivamente oggetto di approvazione o meno da parte dei portatori di strumenti finanziari (rectius, obbligazioni), senza possibilità alcuna per questi ultimi di modificarne il contenuto.

Il tema va, altresì, esaminato sotto il profilo della formazione della volontà dei possessori di obbligazioni. In merito alla convocazione dell'organo competente a deliberare l'emissione di strumenti finanziari da offrire in corrispettivo, la Consob ha tenuto a precisare che dall'applicazione della disciplina in materia di Opac all'operazione di ristrutturazione prospettata discendono altre due importanti conseguenze:

- 1) l'assemblea può tenersi solo previo rispetto dei presidi informativi previsti dall'ordinamento, e più precisamente previo nulla osta della Consob al documento redatto a norma dell'art. 102 del Tuf e destinato alla pubblicazione;
- 2) l'operazione (rectius, l'offerta pubblica di scambio) si perfeziona con lo svolgimento dell'assemblea, tenuto conto che è in sede assembleare che si assiste alla proposta dell'offerente e all'eventuale adesione alla stessa da parte degli obbligazionisti<sup>34</sup>.

<sup>31</sup> Sempre nel caso prospettato, la Consob ritenne che la "nuova scadenza" del prestito costituisca a tutti gli effetti una nuova proposta di investimento in sostituzione della precedente. Nel dettaglio, secondo la Commissione, «la proposta di prorogare il prestito per altri 4 anni comportava, pur non avendosi formalmente l'emissione di un nuovo strumento finanziario, una nuova offerta di investire nel gruppo (...), in sostituzione di quella cui gli investitori avevano aderito nel 2002: l'adesione alla nuova proposta comporta infatti per i bondholders la rinuncia alla restituzione, alla scadenza prevista, della somma originariamente versata; a fronte di tale rinuncia ai bondholders vengono riconosciute condizioni temporali ed economiche sensibilmente diverse da quelle pattuite nel 2002».

<sup>32</sup> In tal senso v. F. Bruno e A. Rozzi, Dalla sollecitazione all'investimento all'offerta al pubblico di prodotti finanziari: una prima riflessione sul recepimento della Prospectus Directive nel mercato dei capitali italiani, in Giur. comm., 2008, 361. Per maggiori dettagli si rinvia al anche documento elaborato dallo Studio Legale Clifford Chance, Client briefing maggio 2009, Offerte pubbliche di scambio in Italia: un passo avanti?, disponibile sul sito <http://www.cliffordchance.com/home/default.aspx>

<sup>33</sup> Così Consob, Comunicazione n. DEM/4001931 del 13 gennaio 2004, cit. Si veda pure quanto precisato dalla Consob nella Comunicazione n. 3033091 del 20 maggio 2003 nonché nella Comunicazione n. 3021235 del 3 aprile 2003.

## 7. Le modifiche al regolamento emittenti.

La Consob ha incluso le norme relative ad operazioni di liability management nel quadro più ampio della promozione della parità di trattamento degli investitori italiani e di quelli dell'Unione Europea. Alla luce delle questioni emerse nell'esperienza applicativa della disciplina vigente nonché dell'analisi comparata degli ordinamenti dei principali Paesi in materia, la Consob, con comunicazione n. DEM/9034174 del 16 aprile 2009, ha ritenuto opportuno prevedere (compatibilmente con le norme del Tuf) misure di carattere generale al fine di favorire l'estensione anche all'Italia delle Opac aventi ad oggetto titoli obbligazionari e promosse contestualmente in più paesi dell'Unione Europea, con lo scopo dichiarato di promuovere la parità di trattamento degli investitori a livello europeo.

La Commissione, con successiva delibera n. 16893 del 14 maggio 2009, ha poi ravvisato la necessità di modificare e integrare gli artt. 37 e 40 del Reg. emittenti, al fine di codificare a livello di normativa secondaria il contenuto del dispositivo della citata comunicazione 9034174.

Nello specifico la Consob ha risolto il problema prevedendo:

- (i) che è possibile promuovere in Italia un'offerta di scambio, avente ad oggetto titoli obbligazionari, mediante la diffusione di documenti non redatti in base allo schema sub allegato 2A al Reg. emittenti;
- (ii) che in occasione di offerte di scambio transfrontaliere, aventi ad oggetto titoli obbligazionari con emissione di nuovi titoli, l'offerente potrà, per effetto di quanto affermato al punto precedente, utilizzare, in luogo del documento d'offerta redatto secondo lo schema 2A allegato al Regolamento emittenti, il prospetto redatto per l'offerta di scambio ai sensi della "Direttiva Prospetti", ovvero la traduzione della nota di sintesi dello stesso, debitamente approvata dall'Autorità competente del Paese d'origine;
- (iii) che, al fine di consentire agli investitori italiani di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta, la nota di sintesi ovvero il documento destinato alla circolazione dovrà contenere informazioni sulle modalità e i termini di adesione all'offerta in Italia, le modalità di pagamento del corrispettivo nonché il relativo trattamento fiscale, l'indicazione dei fattori di rischio che hanno rilevanza ai fini della decisione di disinvestimento, indicazioni di potenziali conflitti di interesse in capo ai soggetti coinvolti nell'operazione, nonché informazioni relative alla delibera di emissione degli strumenti finanziari offerti in scambio.

<sup>34</sup> Così ancora Consob, Comunicazione n. DEM/4001931 del 13 gennaio 2004, cit.

Nonostante l'introduzione di tali utili modifiche, il procedimento si rivela, tuttavia, più complesso rispetto alla procedura del "Passaporto comunitario" prevista dalla Direttiva Prospetti<sup>35</sup>, posto che l'offerente sarà comunque chiamato a seguire lo svolgimento di un duplice iter: dovrà tenere sotto controllo il processo di approvazione pendente presso l'Autorità competente dello Stato Membro di origine e al contempo seguire l'evolversi della procedura di passporting con la Consob.

Non è difficile constatare che questa "doppia" procedura finisca, ancora una volta, per impattare negativamente sulla tempistica complessiva dell'operazione, sebbene la Consob abbia espresso la volontà di concedere l'approvazione entro un arco temporale che sia «compatibile con l'inizio del periodo di offerta nel resto d'Europa»<sup>36</sup>.

Per giunta, vale la pena sottolineare che, ai sensi della legislazione attuale, vi sono una serie di ulteriori requisiti che, data l'assenza di una specifica esenzione al riguardo e in virtù di un'interpretazione restrittiva del dato letterale, potrebbero trovare applicazione anche utilizzando la nuova procedura. Nello specifico si fa riferimento all'obbligo di predisporre un modulo di adesione in italiano (tramite il quale gli obbligazionisti in Italia aderiscono all'offerta di scambio) ed un comunicato al mercato al momento del primo deposito formale della nota di sintesi tradotta presso la Consob (in cui sono, per l'appunto, riportate con un certo dettaglio le caratteristiche principali dell'operazione).

#### 8. La nuova disciplina del "Decreto correttivo".

Con il D.Lgs. n. 146 del 2009 il legislatore è intervenuto per risolvere in modo sistematico, tale complessa problematica.

A ben vedere, le Opsc su obbligazioni e altri titoli di debito, sono state oggetto di un duplice intervento. In primo luogo, viene in rilievo la modifica di cui alla lett. b), comma 1, art. 1, del Decreto con la quale si inserisce all'art. 101-bis del Tuf il comma 3-bis diretto ad ampliare il potere regolamentare attribuito in materia alla Consob.

Più precisamente, in modo analogo a quanto già previsto per le Opvs, viene attribuito alla Commissione il potere di indicare, con regolamento, le ipotesi di inapplicabilità (totali o parziali) della disciplina delle Opasc «aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli» [come definiti

<sup>35</sup> È per tale ragione che si ritiene non del tutto corretto, dal punto di vista strettamente tecnico, parlare di "passaporto", dovendosi piuttosto parlare di procedimento autorizzativo.

<sup>36</sup> V. art. 40 del Reg. emittenti (sebbene la Consob possa, in determinate circostanze, acconsentire ad una durata inferiore). Le nuove disposizioni regolamentari prevedono, infatti, che il periodo minimo di offerta può essere ridotto a cinque giorni (in alternativa al minimo di 15 giorni ai sensi della legislazione vigente).



alla lett. a), comma 3, art. 1 del Tuf], ove ciò non contrasti con le finalità di cui all'art. 91 del Tuf (ossia «tutela degli investitori nonché efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali»).

È opportuno precisare, a tal proposito, che ai sensi del comma 2 dell'art. 101-bis del Tuf, ai fini del presente Capo e dell'art. 123-bis del Tuf, per «titoli» si intendono gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria.

Del pari, il comma 2 dell'art. 1 del D.Lgs. n. 146/2009 modifica l'art. 102 del Tuf (in materia di obblighi degli offerenti e poteri interdettivi) inserendovi il comma 4-bis con il quale si consente agli offerenti, limitatamente alle operazioni di scambio di obbligazioni o di altri titoli di debito e in relazione alle caratteristiche delle stesse, l'applicazione della disciplina relativa alle offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione, in luogo della disciplina delle Opasc<sup>37</sup>.

In tale ipotesi, è previsto però che sia l'offerente a farne richiesta alla Consob che, entro quindici giorni, potrà decidere di accoglierla, dopo aver accertato che essa non contrasta con le richiamate finalità di protezione degli investitori enunciate all'art. 91 del Tuf.

Resta peraltro fermo il principio in forza del quale sarà possibile usufruire della suddetta procedura solo laddove le informazioni contenute nel prospetto siano sufficienti a soddisfare quanto richiesto dall'ordinamento dello Stato membro ospitante in relazione ad una operazione qualificabile come un'offerta pubblica di scambio.

9. Profili di incompatibilità delle soluzioni della prassi con il diritto italiano e con la “Direttiva Opa”.

L'intervento, prima della Consob e poi del legislatore, scaturisce da un'interpretazione della normativa nazionale in linea con lo scopo dettato dalle direttive comunitarie di riferimento, tese a favorire la circolazione dei capitali nell'Unione Europea eliminando gli ostacoli frapposti alla creazione di un mercato finanziario unico.

Secondo una pratica assai diffusa, il rischio di dover applicare più leggi alla medesima offerta viene ovviato dall'emittente introducendo nel documento d'offerta due tipi di restrizioni aventi ad oggetto rispettivamente:

- a) una restrizione del novero degli oblati;
- b) limitazioni alla diffusione del documento d'offerta.

---

<sup>37</sup> Si veda, di recente, Consob, Comunicazione n. DEM/11006582 del 31-1-2011, disponibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

Mentre la prima restrizione si limita ad escludere i residenti, la seconda interessa i mercati di quei Paesi con pretese di applicazione tendenzialmente universalistica della disciplina interna dell'Opa<sup>38</sup>.

Tuttavia, la volontà di imporre, per determinate fattispecie, la normale procedura di autorizzazione del documento d'offerta sulla base della normativa nazionale [in virtù di quanto previsto dal combinato disposto di cui agli artt. 1, comma 1, lett. v), del Tuf, e 33, comma 1, lett. a), del Regolamento emittenti] può risultare in contrasto con un'«interpretazione conforme» alla «Direttiva Prospetti»<sup>39</sup>.

Per giunta, la negazione del principio del reciproco riconoscimento<sup>40</sup> dell'attività di vigilanza già svolta da un'altra authority aggrava il procedimento d'offerta, e non risulta, in ogni caso, giustificata alla luce dei principi di diritto comunitario, come interpretati da una consolidata giurisprudenza della Corte di Giustizia europea.

Peraltro, le regole di trasparenza informativa dettate dalla «Direttiva Prospetti» e apertis verbis «rivalutate» dalla Consob, devono ritenersi idonee al perseguimento delle finalità di tutela proprie, sul piano degli obblighi informativi, anche della disciplina italiana in materia di offerte pubbliche d'acquisto.

L'intervento della Commissione, in particolare, poggia sull'assunto in forza del quale la disciplina italiana sull'offerta al pubblico deve applicarsi alle offerte «localizzate» sul territorio italiano, ossia «rivolte a soggetti residenti o domiciliati in Italia», e non solo limitatamente a quelle aventi ad oggetto titoli quotati in Italia<sup>41</sup>.

A supporto di tali affermazioni, la stessa Commissione porta due ordini di argomentazioni. In primo luogo, chiarisce che il difetto di predisposizione della documentazione relativa all'offerta pubblica in conformità con quanto prescritto dagli articoli 101-bis e ss. del Tuf implica esclusivamente che l'offerente non possa svolgere alcuna attività promozionale e/o di carattere informativo in Italia.

---

<sup>38</sup> Come dimostrano i casi di esclusione riguardanti l'Italia, assume altresì rilievo la possibilità di ricorrere congiuntamente all'impiego di entrambe le soluzioni. In simili circostanze, infatti, la limitazione alla diffusione può «mascherare» una restrizione del novero degli oblati laddove l'offerente si rifiuti di acquistare titoli da residenti nei Paesi già esclusi per via del ricorso alla condizione sub b). Sul punto v. F.M. Mucciarelli, *Problemi aperti in tema di offerte pubbliche d'acquisto transfrontaliere*, cit., 393.

<sup>39</sup> Un interessante precedente è costituito dal caso MAN/Scania. A tal proposito si veda Consob, Comunicazione DEM/6091712 del 15 novembre 2006.

<sup>40</sup> Su tale Principio è stato costruito il mercato interno comunitario, che affonda le sue origini nel dettato del Trattato CE e della giurisprudenza della Corte di Giustizia sin dal caso «Cassis de Dijon» (v. Corte di Giustizia, causa 120/78 del 20 febbraio 1979).

<sup>41</sup> Sull'ambito di applicazione del diritto italiano si veda, sia pure implicitamente, Consob, Comunicazione n. DEM/4001931 del 13 gennaio 2004, cit.

In secondo luogo, sottolinea che la mancata accettazione da parte dell'offerente delle adesioni provenienti da soggetti residenti in Italia non trova alcun fondamento in disposizioni normative o regolamentari italiane<sup>42</sup>.

Le considerazioni formulate dalla Consob sembrano svalutare in radice ogni questione sulla libertà di scelta da parte dell'offerente del proprio contraente, che all'evidenza non si pone neppure quando elusivo paradigma della riflessione sia una manifestazione di volontà deliberatamente orientata in *incertam personam*<sup>43</sup>.

Il destinatario dell'offerta non è, nel caso di specie, un soggetto indeterminato ed identificabile solo nel momento in cui verrà a trovarsi nella situazione richiesta o compirà l'azione voluta, ma è già riconoscibile ed identificabile, in quanto titolare degli strumenti finanziari che l'offerente intende acquistare e, quindi, ricoprente una qualifica soggettiva preesistente alla formulazione dell'offerta stessa<sup>44</sup>.

A corollario delle suesposte motivazioni, una terza argomentazione si rinviene nella stessa normativa secondaria. Sebbene, infatti, la "Direttiva Opa" non preveda tra i criteri quello del numero di residenti coinvolti, il diritto italiano si applica se almeno cento proprietari dei titoli oggetto dell'offerta sono residenti in Italia, indipendentemente dal Paese della società emittente o dal luogo di quotazione<sup>45</sup>.

Il legislatore, specificando che per aversi un'Opa l'offerta debba essere rivolta ad un numero di soggetti superiore a quello fissato dalla Consob e per un ammontare complessivo superiore a quello stabilito sempre con regolamento, sembra voler delimitare l'ambito di applicazione della disciplina de qua ai casi in cui l'offerta sia fatta nei confronti di un insieme di soggetti, individuato con riferimento a predeterminate soglie quantitative.

Il criterio accolto in sede legislativa prescinde, pertanto, dalla nazionalità dell'emittente, dal mercato di eventuale quotazione dei titoli e dal luogo in cui la volontà dell'offerente si è manifestata.

La ratio di tale disciplina porta così a ritenere che – allorché l'offerta sia indirizzata a soggetti, domiciliati, residenti od altrimenti attivi in Italia – il pubblico che si vuole tutelare, soprattutto attraverso gli obblighi di informativa e di parità di trattamento, sia quello italiano lato sensu inteso.

---

<sup>42</sup> La mancata sollecitazione dell'offerta in Italia – come specificato dalla Consob – non impedisce ai residenti in Italia «di cedere spontaneamente le loro azioni al soggetto offerente, senza che possa così ritenersi che l'offerente abbia violato la normativa italiana».

<sup>43</sup> Risulta a tal fine sufficientemente chiara la rilevanza che assume lo strumento applicativo suggerito dal dato normativo di cui alla lett. f) dell'art. 33 del Reg. emittenti.

<sup>44</sup> Cfr. L. Enriques, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002, 15 ss.

<sup>45</sup> In tal senso v. F.M. Mucciarelli, *L'attuazione della direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 456; Id., *Problemi aperti in tema di offerte pubbliche d'acquisto transfrontaliere*, cit., 5.

Si noti, a tal riguardo, che le regole di trasparenza e di correttezza di cui agli artt. 102 e 103 Tuf, si impongono a tutte le offerte che, promosse dall'estero, sollecitano adesioni dall'Italia in numero così cospicuo da alimentarvi un mercato, ossia una serie di contratti omogenei. È infatti proprio sull'esistenza di un mercato che si fonda la disciplina italiana delle offerte pubbliche di acquisizione<sup>46</sup>.

Da tali osservazioni, non può che discendere l'ulteriore considerazione che le disposizioni in esame debbano trovare applicazione per il semplice fatto che l'atto in rilievo incida sul mercato italiano dei capitali e, quindi, su soggetti che al suo interno investono i propri risparmi (non solo, quindi, in caso di titoli quotati o diffusi in Italia, ma soprattutto in caso di investitori ivi localizzati).

Sul piano applicativo, riavvolgendo le fila di questo articolato discorso, sembra lecito sostenere che colui che non risulta esser stato eletto destinatario delle suddette proposte, solo in ragione del fatto di essere un investitore residente in Italia, possa legittimamente riscontrare per accettazione quelle offerte "soggettivamente indirizzate", reclamando a buon diritto l'avvenuta conclusione del contratto<sup>47</sup>.

D'altro canto, pur ragionando a contrario, ad identiche conclusioni si può giungere muovendo dalla considerazione che la destinazione al pubblico dell'offerta non viene meno per il fatto che essa sia diretta non ad una pluralità indifferenziata di soggetti fungibili ma a persone individuabili in funzione di una specifica qualificazione atta a distinguerle nell'ambito della generalità dei risparmiatori<sup>48</sup>. Sicché, anche rispetto a destinatari individuabili a priori, un'offerta si qualifica come rivolta al pubblico quando l'effettiva individuazione sia concretamente possibile soltanto a posteriori, a seguito di verifica e riscontro della qualità e condizione specificante presupposta a priori<sup>49</sup>.

<sup>46</sup> In senso conforme v. M.V. Benedettelli, "Corporate governance", mercati finanziari e diritto internazionale privato, cit., 716. Parimenti, come osserva T. Ballarino, La società per azioni nella disciplina internazionalprivatistica, cit., 150, di applicazione necessaria risulta essere anche il disposto relativo all'irrevocabilità dell'offerta.

<sup>47</sup> Secondo R. Weigmann, Offerte pubbliche di acquisto: tipologie e disciplina, in Atti dell'Incontro di Studio sul tema "Il mercato dei valori mobiliari tra regole e controlli", Roma 27-29 maggio 2002, datt., 6, «il mercato può sussistere in Italia anche quando i contratti si perfezionano con l'arrivo delle accettazioni al domicilio del proponente».

<sup>48</sup> Sul punto v. Trib. Milano, in <http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/260.htm>. Secondo un orientamento "formalistico" un'offerta è pubblica quanto è diretta a più di 200 persone, come indicato dall'art. 33 del Regolamento emittenti. In virtù di un orientamento "sostanzialistico" un'offerta può, invece, essere qualificata "pubblica" se è ad incertam personam, con la conseguenza che un'offerta diretta a più di 200 persone non sarebbe un'offerta "pubblica" e quindi non costituirebbe sollecitazione all'investimento quando i destinatari sono determinati.

<sup>49</sup> Sul punto cfr. Consob, Comunicazione n. 3033091 del 20 maggio 2003, cit.; e Comunicazione n. 3021235 del 3 aprile 2003, cit. Per ulteriori spunti critici sull'argomento si rinvia a R. Costi e L. Enriques, Il mercato mobiliare, Trattato di diritto commerciale, diretto da G. Cottino, vol. VIII, Padova, 2004, 59 s.

9.1. La salvaguardia del principio di “parità di trattamento” per investitori italiani ed esteri e del “need of protection”.

Per formulare un primo quanto cauto giudizio sull’efficacia del tentativo di “alleggerimento” del regime delle offerte di scambio è opportuno considerare le ragioni sottese alle modifiche apportate al Regolamento emittenti dalla Consob con la citata delibera n. 16893 del 14 maggio 2009 e successivamente dal legislatore.

È d’obbligo premettere che procedimento e fattispecie sono due modi di considerare la stessa realtà, per risolvere problemi diversi alla stregua degli strumenti concettuali più appropriati. Tale assunto serve a precisare che la soluzione prescelta dalla Commissione è risultata essere, in una situazione di estrema urgenza, il modo più idoneo di approcciare una nuova disciplina. Ecco perché l’intervento correttivo e/o integrativo della Commissione non necessiterebbe, ad un rapido esame, di particolari giustificazioni formali e sostanziali, esprimendo la sua rilevanza, in ultima istanza, solo se e in quanto possa dimostrarsi foriero di risultati.

Come è noto, gli artt. 102-103 del Tuf, contengono regole corrispondenti a quelle degli artt. 94-101, ma adattate alla materia delle sollecitazioni al disinvestimento ed ispirate ai principi di trasparenza ed equo trattamento<sup>50</sup>.

Uno dei punti qualificanti della nuova disciplina resta il rafforzamento della protezione degli investitori: in tal guisa, viene posta specifica attenzione all’aspetto informativo ed in particolare al contenuto e alle modalità con cui l’informazione stessa viene diffusa, allo scopo di assicurare la massima trasparenza possibile e raggiungere la parità informativa tra le controparti.

È opinione condivisa, infatti, che le regole di trasparenza informativa dettate dalla Direttiva Prospetti debbano ritenersi idonee al perseguimento delle finalità di tutela proprie, sul piano degli obblighi informativi, anche della disciplina italiana in materia di offerte pubbliche d’acquisto.

L’esame della normativa in oggetto postula, invero, una nozione allargata del need of protection, la cui soddisfazione passa, per l’appunto, non solo attraverso l’applicazione delle norme in tema di trasparenza, ma anche di ogni altra disposizione finalizzata a regolare secondo

---

<sup>50</sup> Gli artt. 102-103 del Tuf contengono regole ritenute a carattere generale, poiché applicabili a qualsiasi forma di offerta, sia essa volontaria od obbligatoria, che riguardi titoli quotati in mercati regolamentati italiani o non quotati. Per questo motivo tali disposizioni finiscono con il costituire una sorta di statuto generale delle offerte pubbliche che, nella normativa previgente, doveva ricavarsi dalla lettura congiunta di quanto specificamente disposto, per i titoli quotati, dalla legge n. 149/1992 e, per i titoli non quotati, dall’art. 18, legge n. 216/1974 e successive modificazioni, in materia di sollecitazioni al pubblico risparmio.

principi di efficienza lo svolgimento delle procedure di appello al pubblico risparmio. Il tutto nella prospettiva ultima di un'accresciuta (o perlomeno salvaguardata) tutela degli investitori<sup>51</sup>.

Secondo il principio del need of protection la disciplina del mercato mobiliare deve giungere fino al punto in cui gli strumenti da essa proposti (prospetto/documento informativo e controllo Consob) risultino ancora di utilità agli investitori. Essa, dunque, non dovrebbe spingersi fino a coprire situazioni nelle quali gli investitori siano già adeguatamente informati.

Nel procedimento dell'Opa, il documento informativo presenta caratteristiche parzialmente diverse dal prospetto, in quanto l'esigenza di tutela del pubblico è ritenuta dal legislatore di grado inferiore rispetto a quanto si verifica nell'altra tipologia di appello al pubblico risparmio.

Ciononostante, la distinzione tra prospetto informativo e documento d'offerta non va neppure enfatizzata, dato che, sotto l'aspetto funzionale, si rinvencono tra i due non pochi elementi comuni. Entrambi sono diretti a consentire l'assunzione di decisioni consapevoli di investimento e, sotto questo profilo, poco importa che l'investimento avvenga in nuovi valori offerti in scambio oppure in valori oggetto di un'offerta al pubblico: le informazioni necessarie nell'uno e nell'altro caso sono sostanzialmente le medesime, fatta eccezione per quelle afferenti ad aspetti specifici della sottoscrizione/vendita o dell'acquisto/scambio<sup>52</sup>.

La funzione della disciplina speciale del Tuf relativa all'offerta al pubblico (e alla quotazione in un mercato regolamentato) e del prospetto informativo in particolare, è quella di garantire un grado di trasparenza che assicuri il rispetto del principio di "buona fede" nella conclusione delle suddette negoziazioni. Del pari, il documento informativo serve ad imporre, al sollecitatore del pubblico risparmio, il dovere di soddisfare un obbligo di informazione che già esiste nell'ordinamento in quanto discendente dal generale dovere di comportamento secondo correttezza e buona fede.

Un ulteriore, ma non per questo secondario, filone di indagine va incentrato sul principio di parità di trattamento tra i destinatari della relativa procedura, senza per questo trascurare, su un piano più ampio, il riferimento alle altre disposizioni di cui all'art. 95 del Tuf.

D'altro canto, la stessa "Direttiva Opa" detta i principi generali che gli Stati membri sono chiamati a rispettare, partendo dalla necessità di assicurare parità di trattamento tra tutti i

<sup>51</sup> In tal senso cfr. R. Rordorf, Sollecitazione all'investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori, in Foro it., 2001, 5, 270.

<sup>52</sup> Analizzando i due fenomeni, la distinzione ha una giustificazione soprattutto empirica oltre ad essere sancita anche a livello di normativa comunitaria. Sul punto cfr. R. Costi, Il mercato mobiliare, Torino, 2006, 48. L'Autore rileva altresì che «di questa pericolosità per il risparmiatore il Testo Unico tiene conto prevedendo, per la sollecitazione all'investimento, controlli più stringenti per l'offerente». La dottrina ha correttamente evidenziato come le due specie di appello al pubblico risparmio hanno un contenuto economico diverso. Delle due categorie d'offerta la prima presenta un grado di "pericolosità" per il pubblico dei risparmiatori maggiore della seconda, perché il risparmiatore trasferisce un valore certo (la somma di danaro) in cambio di un prodotto finanziario di valore non altrettanto certo; nel secondo caso il risparmiatore riceve una prestazione certa (la somma di danaro) in cambio di un prodotto finanziario di più incerto valore (offerta di acquisto) o quanto meno opera uno scambio fra i beni di valore non certo (offerta di scambio).

possessori di titoli della società emittente (c.d. equal opportunity rule)<sup>53</sup>. Si tratta di un principio cardine, poiché le legislazioni e le Autorità nazionali possono prevedere deroghe alle norme comunitarie, ma solo rispettando i principi dell'art. 3, tra cui si trova, per l'appunto, enunciata la parità di trattamento<sup>54</sup>.

L'enunciazione del suddetto principio nel diritto italiano è, tuttavia, leggermente diversa, giacché l'art. 103, comma 1, Tuf, impone di rivolgere l'offerta «a parità di condizioni a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto». La differenza può considerarsi solo apparente, atteso che, nella versione italiana, per “prodotti finanziari” si devono intendere tutti i prodotti finanziari di una certa classe individuata in astratto. È dunque la classe di prodotti finanziari ad essere “oggetto” dell'Opa, di modo che la parità deve riguardare tutti i titolari del prodotto in questione, senza che l'offerente possa preliminarmente escludere alcuni di essi<sup>55</sup>.

Ne consegue, in ultima analisi, che l'unica discriminazione ammessa è tra prodotti finanziari, potendo l'offerente:

- a) proporre l'Opa per una categoria e non per tutte; oppure
- b) trattare diversamente i proprietari di prodotti finanziari diversi, sulla base delle differenze intrinseche dei prodotti stessi<sup>56</sup>.

#### 10. Le recenti modifiche regolamentari proposte dalla Consob in materia di Opasc.

A distanza di poco più di un anno, considerata la complessità delle modifiche legislative intervenute e il carattere fortemente innovativo di alcune di esse, la Consob ha ritenuto

<sup>53</sup> Art. 3, paragrafo 1, lett. a), Direttiva Opa.

<sup>54</sup> Art. 4, paragrafo 5, sec. per., Direttiva Opa.

<sup>55</sup> Cfr. F.M. Mucciarelli, Cross-border tender offers, the exclusion of certain shareholders and the principle of equal treatment, in *Uniform law review*, 2009, 165 ss. Per giunta, alla stregua delle considerazioni sin'ora svolte, ove l'offerta di scambio sia proposta in relazione a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato della UE e l'emittente abbia scelto l'Italia come proprio Stato membro di origine, il tentativo di escludere gli obbligazionisti italiani dall'offerta di scambio deve essere considerato, ai fini della Direttiva 2004/109/CE (c.d. “Direttiva Trasparenza”), come lesivo del principio della parità di trattamento anche ai sensi dell'art. 92 del Tuf. Tale articolo, che riflette il disposto dell'art. 18 della Direttiva Trasparenza, è stato infatti redatto in modo da coprire un ambito significativamente più ampio di quello previsto dalla disciplina comunitaria.

<sup>56</sup> Così F.M. Mucciarelli, Problemi aperti in tema di offerte pubbliche d'acquisto transfrontaliere, cit., 392, il quale sottolinea che «l'esclusione di categorie di proprietari del titolo oggetto dell'Opa in funzione della residenza può essere giustificata solo sulla base di principi generali di equità, come il principio ad impossibilia nemo tenetur o la “natura delle cose”»; sul punto cfr. pure M. Lamandini, Commento all'art. 103, in G.F. Campobasso (a cura di), cit., 880 ss.; F. Cannella, Commento all'art. 103, in P.G. Marchetti e A. Bianchi (a cura di), cit., 226 ss.; S. Gatti, Opa e struttura del mercato del controllo societario, Milano, 2004, 229; M. Tola, Opa e tutela delle minoranze, Napoli, 2008, 88 ss.

opportuno proporre una revisione complessiva del titolo II, parte II, del Regolamento emittenti, concernente la regolamentazione delle Opa<sup>57</sup>.

Specifiche misure vengono dedicate alla nuova disciplina delle offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto titoli di debito. In particolare, in seguito all'introduzione del comma 4-bis dell'art. 102 Tuf, la Consob prevede la sostituzione delle disposizioni attualmente contenute nell'art. 37, commi 1-bis, 1-ter e 1-quater<sup>58</sup>, con un nuovo art. 35-ter ove viene ridefinita nel dettaglio la procedura da seguire per richiedere l'applicazione della disciplina delle Opvs alle Opvc aventi ad oggetto titoli di debito.

Non muta la ratio sottostante le nuove disposizioni regolamentari: uniformare la disciplina italiana a quella di altri Paesi Ue, consentendo così agli offerenti di fruire del c.d. "passaporto europeo" del prospetto. Tuttavia, la Consob ritiene che per effetto delle modifiche proposte sarà più agevole contemperare «l'esigenza di riduzione degli oneri con quella di rendere comunque adeguata la tutela informativa agli investitori».

L'applicazione della disciplina delle Opvs alle operazioni in esame non è automatica, ma richiede un'istruttoria da parte dell'Autorità di vigilanza al fine di verificare il rispetto delle finalità di cui all'art. 91 del Tuf.

La nuova procedura prevede che l'offerente inoltri alla Consob un'apposita richiesta, nella quale dovranno essere illustrate le caratteristiche dell'operazione e indicate le norme della disciplina sull'Opa la cui applicazione non si ritiene compatibile con la prevista struttura dell'offerta. Con riferimento a quest'ultimo aspetto si evidenzia che le disposizioni del Tuf introdotte dal Decreto correttivo, con la formulazione dell'inciso «anche in deroga alle disposizioni del presente Capo», consentono una disapplicazione selettiva delle norme previste in materia di Opa, da valutarsi caso per caso, e non, come invece si era auspicato in forza di un'interpretazione estensiva del dato letterale, una deroga in blocco dell'intera disciplina dell'Opa.

Si precisa, inoltre, che nell'ipotesi di Opvc svolte contestualmente in più Stati membri dell'Ue, l'offerente potrà utilizzare, in luogo del documento d'offerta, il prospetto approvato dall'Autorità competente dello Stato membro di origine, conformemente alla "Direttiva Prospetti". In tal caso, alla suddetta richiesta da inviare alla Consob, sarà allegata la bozza di prospetto e una nota di sintesi integrata con alcune informazioni (espressamente indicate nel comma 2) che ricalcano sostanzialmente quelle contenute nel vigente comma 1-ter dell'art. 37 del Regolamento emittenti [è stata soltanto modificata la lett. e) nel senso di richiedere, oltre agli «elementi

<sup>57</sup> Si veda Consob, Comunicato stampa del 6 ottobre 2010. Si segnala, inoltre, che sul sito dell'Autorità ([www.consob.it](http://www.consob.it)) sono disponibili un Executive summary, il [testo integrale delle modifiche proposte](#) al Regolamento emittenti e i relativi allegati.

<sup>58</sup> Modifiche che, come si è ampiamente commentato, sono state introdotte con la delibera Consob del 14 maggio 2009 n. 16893, che ha codificato il contenuto della citata comunicazione Consob DEM/9034174.



essenziali della delibera di emissione degli strumenti finanziari offerti in scambio» anche informazioni relative al rapporto di scambio], al fine di consentire ai destinatari dell'offerta di pervenire a scelte consapevoli di investimento.

Pur apprezzando l'intento semplificativo della emanata disciplina, vale la pena osservare che una simile procedura potrebbe non essere utilizzabile laddove l'emissione dei bond offerti in scambio avvenga sulla base di "final terms" relativi ad un EMTN (Euro Medium Term Note) programme precedentemente approvato dall'Autorità di uno Stato membro e "passaportato" in Italia. In tali casi, infatti: i) non sarebbe possibile integrare la nota di sintesi, in quanto il prospetto, di cui la stessa fa parte, è stato già approvato, per altri fini, all'estero; ii) la disciplina comunitaria in tema di prospetti non prevede l'approvazione delle condizioni definitive da parte dell'Autorità. L'offerente non avrebbe quindi la possibilità di beneficiare della semplificazione proposta nel documento di consultazione.

Per ovviare a tale inconveniente, si potrebbe consentire all'offerente di fornire le informazioni supplementari relative all'offerta di scambio in un ulteriore documento, ovvero in un'apposita sezione del c.d. exchange offer memorandum, allegando tale documentazione alla richiesta motivata, unitamente al prospetto di base ed alle condizioni definitive, e consentendo in tal guisa alla Consob di verificare che le informazioni consentano ai destinatari dell'offerta di pervenire a scelte consapevoli di investimento<sup>59</sup>.

Quanto al regime linguistico, resta confermata (al pari di quanto attualmente previsto al comma 1-quater dell'art. 37), l'applicabilità della disciplina già prevista dall'art. 12, comma 3, del Regolamento emittenti per il prospetto di offerta al pubblico.

10.1. (Segue): il riconoscimento in Italia dei documenti di offerta approvati all'estero.

Nell'articolato disegno riformatore proposto dalla Commissione, l'obiettivo di ridurre i costi di compliance in capo agli operatori nei casi di offerte pubbliche transfrontaliere, verrebbe, inoltre,

---

<sup>59</sup> In questi termini v. ABI, Osservazioni al documento di consultazione Consob "Revisione della regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio"; 17 novembre 2010, 6, disponibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it); nonché Clifford Change Studio Legale, Osservazioni al documento di consultazione Consob del 6 ottobre 2010 in merito alla "Revisione della regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio ai fini del recepimento della Direttiva 2004/25/CE"; 15 novembre 2010, 10, disponibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it). A tal riguardo non varrebbe l'obiezione per cui l'Exchange Offering Memorandum non è documento approvato da alcuna Autorità di vigilanza. L'art. 35-ter ha infatti previsto una procedura automatica, in cui la Consob è chiamata in ogni caso ad esprimersi sulla sufficienza delle informazioni inserite nella nota di sintesi. Tale valutazione potrebbe, dunque, essere compiuta dalla Consob anche su un documento non approvato da altra Autorità di controllo.

garantito attraverso l'introduzione di altre interessanti modifiche al regolamento emittenti che, per completezza, si ritiene utile brevemente illustrare in questa sede.

Con l'introduzione del nuovo art. 38-bis viene esercitata la delega contenuta nell'art. 103, comma 4, lett. e), Tuf, che attribuisce alla Consob il compito di regolamentare il riconoscimento delle offerte transfrontaliere con dimensione comunitaria, disciplinate all'art. 6, paragrafo 2, seconda parte della "Direttiva Opa".

È bene precisare che la proposta regolamentare è tesa ad ampliare il perimetro applicativo della disciplina del riconoscimento rispetto alle previsioni comunitarie. Più precisamente, le disposizioni regolamentari prevedono che il meccanismo del riconoscimento ricomprenda tutte le offerte, approvate dalle Autorità degli Stati membri, che siano conformi al citato art. 6 della "Direttiva Opa" e non sia circoscritto alle sole offerte aventi ad oggetto i titoli ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati italiani (comma 6). Ne consegue, peraltro, che la procedura sia stata concepita come un riconoscimento automatico del documento di offerta approvato dall'Autorità di vigilanza dello Stato membro, previo invio alla Consob dello stesso unitamente al relativo provvedimento di approvazione.

In merito al regime linguistico, il secondo comma dell'articolo in esame prevede, in luogo della traduzione integrale del documento di offerta in lingua italiana, una procedura di riconoscimento semplificata e meno onerosa nel caso in cui il documento sia redatto in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale. In tale ipotesi è richiesta la traduzione in lingua italiana solo delle parti del documento che potrebbero presentare maggiori profili di criticità, quali le sezioni relative agli elementi essenziali dell'offerta, come indicati, dall'art. 6, comma 3, della "Direttiva" Opa, nonché alle avvertenze e/o eventuali fattori di rischio connessi all'operazione.

Il comma 4 dell'art. 38-bis prevede che il documento d'offerta e l'eventuale "nota" possano essere pubblicati decorsi cinque giorni dalla data ricezione degli stessi da parte della Consob. Si è ritenuto utile assoggettare l'offerente, al più tardi entro la data di pubblicazione del documento di offerta, all'obbligo di diffusione di un comunicato, in lingua italiana, recante gli elementi

informativi contenuti nell'art. 37. Ciò al fine di consentire ai potenziali aderenti all'offerta di disporre tempestivamente (al pari di quanto accade per le offerte nazionali) dei termini essenziali della stessa.

La Consob richiede, infine, la diffusione in Italia del comunicato dell'emittente, ove redatto, tradotto in lingua italiana. Qualora sia redatto in una lingua accettata dalla finanza

internazionale si è ritenuto di consentirne la diffusione unitamente ad una traduzione in lingua italiana solo delle parti relative alla valutazione dell'offerta e alla congruità del corrispettivo.

Con il nuovo art. 38-ter del Regolamento emittenti la Commissione intende dare attuazione alla delega contenuta nell'art. 103, comma 4, lett. e), Tuf, che attribuisce all'Autorità di vigilanza il potere di disciplinare il riconoscimento dei documenti di offerta approvati da autorità di vigilanza di Stati extracomunitari, con le quali siano in vigore accordi di cooperazione.

In tale ambito l'accento va posto sulle disomogeneità presenti negli ordinamenti extracomunitari in materia di offerte pubbliche, che impediscono di adottare una procedura di riconoscimento automatica dei relativi documenti. Da qui l'esigenza di prevedere una disciplina ad hoc. Il primo comma dell'art. 38-ter dispone, pertanto, che il riconoscimento sia consentito a condizione che:

- i) il documento d'offerta contenga almeno le informazioni concernenti gli elementi essenziali dell'offerta come indicati dalla "Direttiva Opa" (in quanto compatibili);
- ii) gli strumenti finanziari oggetto di offerta siano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato del medesimo Stato extracomunitario.

Altro elemento di intralcio può essere rappresentato dalla lingua utilizzabile per la diffusione del documento di offerta destinato ai soggetti italiani. In tal caso, la soluzione proposta prevede sic et simpliciter l'applicazione dei medesimi criteri previsti nell'art. 38-bis (ossia traduzione integrale del documento in lingua italiana, salvo il caso in cui esso sia redatto in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale).

Quanto all'attività istruttoria svolta dalla Consob, questa si sostanzia in un giudizio di equivalenza tra le informazioni contenute nel documento di offerta estero e le informazioni richieste dall'art. 6, paragrafo 3, della "Direttiva Opa" (in quanto compatibili), fermo restando il potere di richiedere informazioni specifiche sull'offerta in Italia.

Sulle questioni legate al timing dell'offerta, la pubblicazione dei relativi documenti è consentita decorsi 10 giorni dalla data di ricezione degli stessi da parte della Consob ovvero 5 giorni, ove la Commissione lo accordi tenuto conto delle caratteristiche dell'offerta. Al più tardi entro la data di pubblicazione, l'offerente è altresì tenuto alla diffusione di un comunicato, in lingua italiana, recante gli elementi di cui all'art. 37. La ratio di tale previsione risponde all'esigenza di consentire agli oblati, analogamente a quanto accade per le offerte domestiche, di disporre tempestivamente di un'informativa completa in merito all'operazione.

Con riferimento, infine, al comunicato dell'emittente, ove esso sia stato predisposto, è previsto che venga reso noto al mercato, una volta tradotto in lingua italiana. Analogamente a quanto previsto nel comma 5 dell'art. 38-bis, qualora sia redatto in una lingua accettata dalla finanza

internazionale, si consente la diffusione del comunicato unitamente ad una traduzione in lingua italiana delle parti relative alla valutazione dell'offerta e alla congruità del corrispettivo.

#### 11. Osservazioni conclusive.

L'indagine svolta ha posto in evidenza le problematiche e le incertezze che sul piano normativo contraddistinguono operazioni di ristrutturazione del debito, quando comportano il lancio di un'offerta pubblica di scambio transnazionale<sup>60</sup>.

Le novità decodificate dal legislatore italiano hanno l'obiettivo di semplificare il quadro normativo in materia, prevedendo che per le operazioni di scambio di titoli di debito possa essere sufficiente, previa valutazione della Consob, la sola predisposizione del prospetto di offerta relativo agli strumenti finanziari offerti in scambio.

Tuttavia, a tale peculiare impronta normativa non risulta improprio ricollegare, come si è cercato in più occasioni di rimarcare, differenziate conseguenze applicative. Invero, la soluzione proposta dal legislatore appare complessa e può quindi generare non pochi problemi agli operatori in termini di prevedibilità e certezza del diritto applicabile alle operazioni in oggetto.

Rilevano innanzitutto gli ampi margini di discrezionalità riconosciuti dal legislatore alla Consob, in particolare laddove si permette all'Autorità di vigilanza di:

- 1) individuare, in via generale ed astratta, i casi di inapplicabilità totale o parziale della disciplina delle Opasc limitatamente a quelle che hanno ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli (art. 101-bis, comma 3-bis, Tuf);
- 2) nonché assoggettare, in casi concreti e specifici, le Opasc alla disciplina delle offerte al pubblico di vendita o sottoscrizione su specifica richiesta dell'offerente, limitatamente alle offerte di scambio che abbiano ad oggetto obbligazioni e altri titoli di debito (art. 102, comma 4-bis, Tuf).

Non trascurabili elementi di perplessità si rinvencono, in particolare, con riferimento all'ambito oggettivo di applicazione del regime di passporting. D'altra parte, nonostante l'intervento correttivo, la disciplina italiana delle offerte di scambio resta peculiare, poiché non se ne prevede un allineamento integrale a quella sull'offerta al pubblico di vendita e di sottoscrizione.

---

<sup>60</sup> Cfr. M.V. Benedetelli, Connecting factors, principles of coordination between conflict systems, criteria of applicability: three different notions for a "European Community private international law"; in *Dir. un. eur.*, 2005, 421 ss

Il D.Lgs. n. 146/2009 non è infatti intervenuto sulla definizione di “offerta pubblica di acquisto e di scambio” prevista dall’art. 1, comma 1, lett. v) del Tuf, che delinea anche le ipotesi di esenzione dall’applicazione della disciplina dell’offerta pubblica.

È di tutta evidenza come tali casi di esonero non coincidano con quelli prescritti per l’esenzione dall’applicazione della disciplina sull’offerta al pubblico di vendita e sottoscrizione previsti, in attuazione della “Direttiva Prospetti”, dal citato art. 100 del Tuf<sup>61</sup>.

In secondo luogo, si osserva che la nuova procedura è percorribile solo ove l’offerente proponga di effettuare un’offerta pubblica di scambio in più di uno Stato membro della UE (vale a dire non solo in Italia) e abbia, a tal fine, pubblicato un prospetto in conformità alla Direttiva 2003/71/CE. Molte offerte di scambio nell’ambito delle diverse giurisdizioni dell’Unione Europea sono esenti dalla Direttiva Prospetti, dato che comportano l’emissione di nuovi titoli con valore nominale unitario di almeno 50.000 e, pertanto, non richiedono la pubblicazione di alcun prospetto in conformità alla Direttiva 2003/71/CE ai fini dell’offerta<sup>62</sup>.

In merito, si è dell’idea che sarebbe stata soluzione più saggia quella di estendere anche al documento di offerta i medesimi casi di inapplicabilità degli obblighi di pubblicazione del prospetto di cui all’art. 3 della Direttiva 2003/71/CE, di fatto rendendo più coerenti le nozioni di “pubblicità” proprie delle Opvs e delle Opasc<sup>63</sup>, circoscrivendo nel contempo la disciplina dell’Opasc alle sole offerte su titoli strumentali all’acquisizione del controllo di una società quotata, conformemente a quanto peraltro previsto dalla “Direttiva Opa”.

---

<sup>61</sup> Cfr. Allen & Overy, Alert, Recent developments, offerte transfrontaliere della Consob, 20 aprile 2009. La disciplina “derogatoria” delle offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto obbligazioni trova applicazione a condizione che:

(i) sia rivolta a più di 100 persone in Italia; o

(ii) abbia ad oggetto strumenti finanziari il cui corrispettivo totale sia non inferiore a €2.500.000, da calcolarsi su un periodo di 12 mesi qualora vi sia più di un’operazione proposta dallo stesso offerente e riferita agli stessi titoli.

Volendo formulare alcune brevi riflessioni, in primo luogo, si osserva che il riferimento a 100 persone non si rapporta al numero di coloro che effettivamente aderiranno all’offerta, quanto piuttosto alla platea di soggetti ai quali è indirizzata la stessa in Italia. Tale assunto, per quanto ovvio risulta, comporta che, ai fini dell’esenzione dall’obbligo di offerta, sia necessario verificare ex ante se in Italia vi siano meno di 100 portatori degli strumenti finanziari oggetto dell’Opasc.

In secondo luogo, il richiamo a 100 persone è interpretato come riferito ai titolari effettivi dei titoli, e non ai cosiddetti accountholders (vale a dire le banche e le altre istituzioni che “detengono” i titoli per conto dei beneficiari attraverso i sistemi di accentramento); ragion per cui si rileva estremamente difficile, se non addirittura impossibile, verificare il numero degli effettivi titolari in Italia.

Aggiungasi che la soglia di €2.500.000 è relativamente bassa, al punto tale che persino operazioni di modeste dimensioni potrebbero non beneficiare dalla suddetta deroga.

Infine, contrariamente a quanto previsto dal regime delle Opvs, la disciplina delle Opasc non prevede alcuna esenzione laddove i titoli oggetto dello scambio o dell’acquisto abbiano una denominazione minima unitaria di €50.000 [art. 100, comma 1, lett. c), Tuf], ovvero qualora l’offerta sia rivolta unicamente a investitori qualificati [art. 100, comma 1, lett. a), Tuf].

<sup>62</sup> Si veda quanto previsto dal comma 3 dell’art. 101-bis, Tuf.

<sup>63</sup> Così P. Leocani, *Ibidem*.