



UNIMORE
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI
MODENA E REGGIO EMILIA

CEFIN
Centro Studi Banca e Finanza

ISSN 2282-8168

**CEFIN Working Papers
No 82**

***Le offerte pubbliche di acquisto a venti anni
dal Testo Unico della Finanza (Tender Offers
in Italy Twenty Years After the Unified Finance
Law)***

by Maria Grazie Iocca and Riccardo Ferretti

January 2021

TENDER OFFERS IN ITALY TWENTY YEARS AFTER THE UNIFIED FINANCE LAW

LE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO IN ITALIA A VENTI ANNI DAL TESTO UNICO DELLA FINANZA

Maria Grazia Iocca* e Riccardo Ferretti^

*Università di Modena e Reggio Emilia

^Università di Modena e Reggio Emilia e Cefin

Gennaio 2021

Abstract

The paper aims to show the evolution of Tender Offers (Offerte Pubbliche di Acquisto – OPA) in Italy for their role played in the efficient allocation of corporate control and the capital market's integrity. In fact, the analysis of the national regulation regarding OPAs reveals the constant attempt of our legislator to balance the contendibility of corporate control and the need to ensure the equal treatment of all target's shareholders, for sure one of the key principles of this regulation. Rationalising the sequence of the many regulatory interventions, as well as tracing the trends of Italian OPAs in terms of number, turnover, and prices may be an exercise useful for scholars and professionals.

L'intento di questa nota è ripercorrere l'evoluzione di un fenomeno quale quello delle Offerte Pubbliche di Acquisto (OPA) nel nostro Paese per l'importanza che lo stesso riveste nell'allocazione efficiente del controllo societario e nella salvaguardia dell'integrità del mercato dei capitali. Dall'analisi della stessa normativa interna in materia si desume, invero, come il nostro legislatore abbia costantemente cercato di contemperare l'esigenza di tutela della contendibilità del controllo con la necessità di garantire la parità di trattamento dei destinatari dell'offerta, rappresentando, quest'ultima, indiscutibilmente uno dei principi cardine della disciplina in esame. Mettere ordine nel susseguirsi dei tanti interventi normativi e regolamentari, così come tracciare i trend temporali delle offerte portate a termine per numero, controvalore e prezzi può risultare un esercizio utile a studiosi ed operatori del settore.

Keywords: Tender Offers, Unified Finance Law, Market for Corporate Control, Breakthrough Rule, Passivity Rule

JEL: K22, G18, G34

1. OPA e mercato del controllo societario. 2. L'OPA volontaria. 2.1. L'evoluzione della regolamentazione in materia di misure difensive: passivity rule e breakthrough rule. 2.2. La clausola di reciprocità. 2.3. L'OPA concorrente. 3. L'OPA obbligatoria. 3.1. L'OPA da consolidamento o incrementale. 4. L'obbligo di acquisto. 5. Il diritto di acquisto. 6. L'azione di concerto. 7. La disciplina delle esenzioni. 8. Le OPA nella borsa italiana. 9. Conclusioni.

1. OPA e mercato del controllo societario

Se si analizza il rapporto intercorrente tra la contendibilità delle imprese e l'offerta pubblica d'acquisto (OPA), quest'ultima viene a configurarsi principalmente quale tecnica preordinata al "trasferimento del controllo"¹ di una *public company*; espressione, quest'ultima che, se da un lato evoca un evento di carattere prettamente finanziario, si traduce, dall'altro - in un'accezione più ampia - in un'operazione che impatta fortemente sulle sorti dell'impresa ed incide sugli operatori del mercato del controllo² e più in particolare sugli interessi degli *stakeholders* coinvolti, derivandone conseguenze rilevanti sul piano sia della *corporate governance* che delle *performance aziendali*. Ciò giustifica l'interesse che il nostro legislatore - su forte spinta di quello europeo ma seppure in ritardo rispetto agli Stati Uniti - ha nel tempo rivolto a quelle operazioni che generano un ricambio degli assetti proprietari di cui l'OPA (insieme alle offerte pubbliche di scambio (OPS)) costituisce la tipologia più ricorrente e per questo maggiormente regolamentata. In un contesto in cui, come vedremo, si è costantemente avvertita l'esigenza di accordare un'efficace tutela all'azionariato di minoranza (solitamente estraneo alla contesa per il potere) talvolta a discapito della contendibilità del controllo societario, una regolamentazione *ad hoc* delle offerte pubbliche d'acquisto si rivela, quindi, un indice piuttosto chiaro del fatto che la stabilità proprietaria e gli interessi ad essa sottesi siano stati considerati dal legislatore valori meritevoli di tutela³.

Attualmente l'art.1, comma 1, lett.v) del d.lgs.n.58/98 (d'ora in avanti "Tuf") precisa che per offerta pubblica di acquisto o di scambio⁴ (OPAS) debba intendersi "ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto e allo scambio di prodotti finanziari e rivolti ad un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'art.100, comma1, lettere b) e c)⁵; non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari", là dove la materia si trova poi più ampiamente regolata negli artt. da101- bis a 112 del medesimo Testo Unico.

L'attuale quadro normativo è, tuttavia, il frutto di una complessa evoluzione che ha dovuto scontare - sia in ambito nazionale che in sede europea - problemi applicativi ed implicazioni

¹ Con riferimento al concetto di "trasferimento del controllo" si leggano P.L.DAVIES, K.HOPT, *Trasferimenti del controllo*, in AA.VV., *The Anatomy of corporate law*, Oxford University Press, 2017, p.200 ss.

² Al proposito, si rinvia tra gli altri a L.ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2009, p.11 in cui si definisce tale "mercato" come il luogo ideale in cui vengono scambiati pacchetti azionari che permettono di esercitare un'influenza dominante sulla società.

³ Il rinvio è a R. MAGLIANO, *Il labile confine tra la tutela degli interessi nazionali e "sviamento protezionistico"* in *Dir.comm.int.*, 2014, p.319 ss.

⁴ Il Tuf offre una definizione unica di offerta pubblica, incorporandovi sia quella di acquisto che di scambio. Tali due tipologie di offerta presentano tuttavia delle differenze riconducibili alle modalità di pagamento poiché nelle OPA il corrispettivo è in danaro; nelle OPS in titoli diversi. Quest'ultima modalità è talvolta preferita là dove si tenda a ridimensionare le uscite monetarie, nonostante ciò determini un corrispettivo più elevato poiché il mercato preferisce la certezza del liquido all'incertezza dei titoli. Nelle OPAS il corrispettivo sarà rappresentato in parte da denaro, in parte da altri titoli.

⁵ Il riferimento è al Regolamento Consob Emittenti originariamente adottato con delibera n.11971 del 14 maggio 1999 ed oggetto successivamente di ripetute modifiche di cui l'ultima attuata con delibera 21016 del 24 luglio 2019. Nello specifico l'art.34 *ter*, comma1, lett.a) e c) del Regolamento fissa attualmente tali valori rispettivamente in 150 soggetti e 8 milioni di euro.

pratiche che dall'attuazione della disciplina di tale tecnica di mercato (quale è appunto l'OPA) sono nel tempo scaturiti.

Tale evoluzione ha avuto il suo *incipit* con la legge 18 febbraio 1992, n.149⁶ che, emanata nell'ambito di un più ampio contesto legislativo sensibile a molte tematiche economiche connesse al mercato mobiliare, è stata completamente dedicata alle offerte pubbliche (di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli), rappresentando il primo vero tentativo di sistemazione organica della materia ed andando ad integrare la l.n.216/74 (c.d. "miniriforma") il cui art.18 ne aveva già introdotto una sia pur sommaria regolamentazione.

Attualmente è il Tuf a costituire la fonte primaria per la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio, avendo abrogato la legge 149/92, pur recependone alcuni caratteri fondamentali ovvero, innanzitutto, l'obbligo di lanciare l'offerta qualora venga trasferito il controllo della società *target* al fine di tutelare gli azionisti di minoranza; quindi, la necessità che l'intera operazione si svolga nel rispetto di un ben delineato *iter* formale al fine di garantire la tutela degli oblati ma anche l'efficienza del mercato borsistico. Le norme di riferimento si rinvengono nel Titolo II della Parte IV che disciplina l'appello al pubblico risparmio e nel Regolamento Consob Emittenti che detta regole a corredo delle prime. Pur muovendosi nel solco tracciato dalla legge 149/92, il Tuf se ne discosta con l'introduzione di alcuni aspetti innovativi: le offerte pubbliche di acquisto e scambio sono ridefinite e disciplinate autonomamente all'interno delle disposizioni che regolano l'appello al pubblico risparmio⁷; i casi di OPA obbligatoria vengono ridotti a due ossia OPA successiva totalitaria e OPA residuale contro i cinque individuati dalla legge del 1992 (tre preventivi e due successivi); le fattispecie di OPA preventiva totale o parziale sono regolate con discipline completamente diverse; ed infine, ma non meno importante, vengono ampliati i poteri di vigilanza della Consob. Finalità della disciplina emanata con il Testo Unico è quindi quella di assicurare un'adeguata tutela ai destinatari dell'offerta all'insegna di una maggiore trasparenza dell'*iter* procedurale e delle condizioni contrattuali su cui è chiamata a vigilare la Consob, inquadrandosi il tutto in una visione più ampia che salvaguardi l'efficienza e la trasparenza del mercato del controllo societario. Nella medesima prospettiva si è inserita la Direttiva 2004/25/CE (c.d. Direttiva OPA)⁸ che, nell'intento di perseguire, quale obiettivo principale, la realizzazione del c.d. "*level playing field*" a livello europeo, garantendo una maggiore trasparenza e certezza giuridica in merito alla tutela dei soci ed in particolare di quelli minoritari, ha dettato, tuttavia, regole di armonizzazione minima limitandosi, dopo una lunga gestazione caratterizzata da varie discussioni e contrasti tra gli Stati Membri⁹, a regolare gli aspetti fondamentali della materia. La maggiore difficoltà riscontrata nella redazione delle norme europee è stata proprio quella di conciliare sistemi economici differenti fra loro e nei quali altrettanto diversi sono gli assetti proprietari delle società quotate¹⁰.

⁶ L'art.9 della legge definiva offerte al pubblico "*tutte quelle aventi per oggetto l'acquisto e lo scambio di valori mobiliari quotati in borsa o negoziati al mercato ristretto (...) che comunque consentono di acquisire diritti di voto*".

⁷ V. Capo II, Tit. II, Parte IV, Tuf.

⁸ V. F.M.MUCCIARELLI, *L'attuazione della Direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur.comm.*, 2008, p.450 ss.

⁹ Le disposizioni comunitarie adottate costituiscono, infatti, il frutto di un compromesso tra le diverse esigenze maturate nel corso degli anni all'interno dell'Unione europea tra paesi propensi ad un regime di apertura generale delle società ed altri più inclini a comportamenti protezionistici diretti a salvaguardare i relativi sistemi di *corporate governance*. Sul punto v., *amplius*, F.ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2017, 390.

¹⁰ Invero, ad un sistema come quello italiano in cui la proprietà è concentrata nelle mani di pochi gruppi di potere, si contrappongono realtà come quella del Regno Unito in cui la proprietà è frammentata tra migliaia di piccoli azionisti. Interessante al riguardo è lo studio di G.DISSANAIKEA, W. DROBETZB, P.P.MOMTAZC and J.ROCHOLLD, *How does the Enforcement of Takeover Law Affect Corporate Acquisitions? An Inductive*

Tralasciando le ragioni che hanno indotto il legislatore europeo ad intervenire con una disciplina *ad hoc*¹¹, la Direttiva OPA ha delineato un quadro normativo minimo per le operazioni aventi ad oggetto il mutamento del controllo delle società quotate in mercati regolamentati, introducendo due importanti regole che possono applicarsi in sede di offerta pubblica ovvero la regola della passività (cd. “*passivity rule*”¹²) e la regola di neutralizzazione (c.d. “*breakthrough rule*”). Con la prima si impone all’organo di amministrazione della società *target* un obbligo di astensione dal compimento di misure difensive in pendenza di offerta, salvo che ricorra una preventiva autorizzazione dell’assemblea ricevuta dopo la presentazione dell’offerta stessa. La *breakthrough rule* prevede, invece, la non applicabilità all’offerente di tutte le restrizioni¹³ che potrebbero impedire l’acquisto o l’esercizio del controllo, riconoscendo un equo indennizzo ai titolari di tali diritti per le eventuali perdite subite in seguito all’applicazione di detta clausola.

Nell’intento di uniformare a livello europeo le misure di tutela dei soci, ed in particolare di quelli minoritari, la Direttiva OPA ha inoltre previsto, tra gli altri, l’obbligo di rendere immediatamente pubblica la decisione di lanciare l’offerta per garantire una maggiore trasparenza nello svolgimento delle operazioni; l’obbligo di promuovere l’offerta nei confronti di tutti i possessori e per la totalità dei titoli quando l’acquisto di questi ultimi consenta l’esercizio del controllo sulle società con titoli negoziati sui mercati regolamentati, precisando che ciò debba avvenire alle stesse condizioni per tutti gli oblati e ad un prezzo equo¹⁴ ed, inoltre, l’obbligo e il diritto - per chi ha acquistato o si è impegnato ad acquistare, a seguito di un’OPA promossa sulla totalità di titoli emessi, non meno del 90% del capitale con diritto di voto - di acquistare i titoli residui ad un prezzo ugualmente equo.

La Direttiva è stata recepita in Italia con il d.lgs.n.229 del 19 novembre 2007 che ha apportato modifiche ed integrazioni al Testo Unico, pur avendo in linea generale confermato i principi fondamentali della disciplina in materia di OPA ivi contenuta, peraltro già sostanzialmente conforme alle linee guida ispiratrici delle norme europee¹⁵. In tale occasione anche la Consob è intervenuta con una nuova regolamentazione secondaria diretta, da un lato, ad adattare il Regolamento Emittenti alle nuove disposizioni nonché, dall’altro, a dare attuazione alle numerose deleghe in materia di cui al Testo Unico. La disciplina così delineatasi è stata oggetto di ulteriori e successivi interventi normativi di cui i più importanti sono contenuti nel D.L.29 novembre 2008, n.185¹⁶ (d’ora in avanti “Decreto anticrisi”); nel D.L. 10 febbraio

Approach, Working paper, 2018 in cui, seguendo un approccio induttivo, si esamina l’impatto della Direttiva sulle acquisizioni, focalizzando l’attenzione sulla qualità dell’*enforcement* nel recepimento della stessa in quanto strumento lasciato alla discrezionalità dei singoli Stati Membri.

¹¹ Si legga quanto riportato nel testo della stessa Direttiva.

¹² Si rinvia all’art.9 della Direttiva che vieta agli amministratori di intraprendere misure atte a contrastare gli obiettivi dell’offerta a meno che non intervenga l’autorizzazione preventiva dell’assemblea, ricevuta dopo la presentazione dell’offerta stessa. Il successivo art.12, commi 1 e 2 dispone che gli Stati Membri possano depotenziare l’efficacia della regola della passività permettendo di non renderla operativa ma di consentire alle società nazionali di introdurla in via statutaria.

¹³ V.art.11 della Direttiva ove una elencazione delle restrizioni oggetto di disapplicazione.

¹⁴ Con l’espressione “prezzo equo” il legislatore europeo identifica il prezzo più elevato pagato per gli stessi titoli dall’offerente o dalle persone che agiscono di concerto con esso in un periodo determinato dagli Stati Membri ed in caso compreso tra i sei ed i dodici mesi antecedenti il lancio dell’offerta; tuttavia, se in pendenza di offerta l’offerente o qualsiasi soggetto che agisce di concerto si trova ad acquistare i titoli ad un prezzo superiore a quello di offerta, l’offerente dovrà adeguare la sua proposta al prezzo massimo pagato per tali acquisti.

¹⁵ V. sul punto le osservazioni contenute in G.DISSANAIKEA, W. DROBETZB, P.P.MOMTAZC and J. ROCHOLLD, *op.cit.*, p.32.

¹⁶ Convertito nella Legge 28 gennaio 2009, n.2.

2009, n.5¹⁷ (di seguito “Decreto incentivi”) e nel d.lgs.25 febbraio 2009, n.146 (anche noto come “Decreto correttivo”).

2.L’OPA volontaria

E’ l’offerta formulata da un soggetto (*bidder*) verso i soci di un emittente quotato (*target*) avente ad oggetto l’acquisto di azioni o di altri strumenti che attribuiscono il diritto di voto e diretta a conseguire il controllo dell’emittente stesso (c.d. *takeover*)¹⁸. Pur circoscrivendo la sua rilevanza alle società con azionariato diffuso che non hanno forma di cooperativa, l’OPA volontaria non solo si traduce in una operazione in grado di incidere in modo rilevante sull’*agency problem* tra soci e amministratori ma è in grado di vantare un’evidente funzione disciplinare: poiché il prezzo offerto dal *bidder* equivale ad un corrispettivo superiore al prezzo corrente di mercato dei titoli, l’OPA consentirebbe ai soci della *target* di ottenere, anche se solo parzialmente, il valore della società penalizzato da un’inadeguata gestione da parte degli amministratori; nel contempo, questi ultimi, temendo di essere sostituiti a seguito del successo di un’OPA ostile, saranno indotti ad attuare una gestione adeguata della società al fine di evitare lo svilimento del valore della stessa che costituisce il presupposto dell’OPA volontaria e ad adottare iniziative finalizzate ad ostacolare il buon esito dell’offerta stessa.

2.1.L’evoluzione della regolamentazione in materia di misure difensive nell’ordinamento italiano: *passivity rule* e *breakthrough rule*

La *passivity rule* costituisce uno degli aspetti più discussi della disciplina delle OPA sia in ambito interno che europeo¹⁹. Tale regola obbliga le società italiane quotate i cui titoli siano stati oggetto di offerta ad astenersi dal compimento di atti o operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell’offerta stessa²⁰. Tale obbligo di astensione può essere superato solo grazie ad un’apposita delibera dell’assemblea dei soci.

Regolamentando le OPA, il legislatore ha cercato di risolvere il dibattuto problema del bilanciamento dei poteri tra organo di amministrazione e assemblea all’interno delle società quotate²¹, attribuendo ai soci la possibilità di valutare se accettare un’offerta proveniente da un terzo estraneo alla società o adottare misure difensive²², espressione con cui si identificano²³, tutti quegli atti od operazioni che, essendo in grado di compromettere il

¹⁷ Convertito nella Legge 9 aprile 2009, n.33.

¹⁸ V.A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2016, p.138 ss.

¹⁹ V., *amplius*, G.FERRARINI, *Il Testo Unico della finanza 20 anni dopo*, in *Banca d’Italia, Quaderni di ricerca giuridica, A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union? Atti del Convegno Roma, 6 novembre 2018*, agosto 2019, n.86, p. 51 ss.

²⁰ L’istituto si ispira al modello britannico del *City Code on Takeovers and Mergers* in cui è evidente un tendenziale sospetto nei confronti degli amministratori delle società oggetto di offerta relativamente ai quali potrebbero nascere situazioni di conflitto di interessi connesse al loro timore di essere estromessi dalla gestione della società in seguito ad un mutamento del controllo: così A.TUCCI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Manuale di Diritto bancario e finanziario*, a cura di F.CAPRIGLIONE, Padova, 2015, 621.

²¹ Questione da sempre discussa in ambito societario: v., per tutti, R.COSTI-L.ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tratt.dir.comm.*, vol.VIII, Padova, 2004, p.114 ss. ove più approfondite considerazioni, nonché F.GHEZZI e M. VENTORUZZO, *Offerte pubbliche di acquisto*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. ANNUNZIATA, Milano, 2015 in cui si osserva come in sistemi come il nostro in cui sono diverse le misure difensive attuabili con l’approvazione assembleare, la *passivity rule* in particolare non aggiungerebbe molto alla normale interazione tra assemblea ed organo amministrativo.

²² V. E.DESANA, *OPA e decorrenza della passivity rule: note a margine di una recente vicenda*, in *Giur.it.*, 2000, pp. 551 ss. Peraltro, nell’esperienza italiana l’uso di misure difensive era frequente sotto forma di azioni di risparmio, gruppi piramidali e patti di sindacato che il Tuf si propose di limitare per favorire la contendibilità del controllo: un esempio in tal senso è offerto dall’art.123 (c.d. “*mini breakthrough rule*”) che permette di recedere dai patti di sindacato quando venga lanciata un’OPA per il controllo della società oggetto del patto. V., in proposito, G.FERRARINI, *op.cit.*, p.51.

²³ Secondo la definizione data dall’art.104 del Tuf.

successo dell'offerta, rendendola più onerosa e complicata per l'offerente, possono rivelarsi un potente strumento di cristallizzazione degli assetti di controllo (*entrenchment*), capace di precludere a priori la contendibilità del mercato del controllo societario. Il dibattito se consentire o meno il ricorso a tecniche difensive (e a quali condizioni) si è tradotto in un complesso percorso normativo- peraltro oggetto di vari ripensamenti da parte del legislatore - che ha ufficialmente preso le mosse dalla L.149/92 il cui art.16, comma 2 introduceva un obbligo inderogabile di passività assoluta, prevedendo che dopo la pubblicazione del prospetto informativo e per tutta la durata dell'offerta si vietasse alla società *target* di deliberare modifiche dell'atto costitutivo e dello statuto, a pena di nullità delle stesse. Tale disposizione era chiaramente diretta ad assecondare i processi di ricambio degli assetti proprietari, favorendo in tal modo chi intendesse acquisire il controllo di una società quotata. Orientamento che, non immune da critiche da parte della dottrina²⁴, è stato completamente modificato con l'approvazione del Tuf il cui art. 104, nella sua originaria formulazione ispirata al *City Code* londinese nonché alla proposta di Direttiva allora in discussione, ribaltava la precedente condizione di totale immobilismo imposto alla *target*, consentendo a quest'ultima di attuare misure difensive a condizione che intervenisse una specifica autorizzazione dell'assemblea presa con il voto favorevole di tanti soci che rappresentassero almeno il trenta per cento del capitale sociale sia in prima che in seconda che in terza convocazione. A sua volta, Il d.lgs.n.229/2007, in sintonia con quanto contemplato dall'art.9, par.2 della Direttiva, aveva ribadito l'atteggiamento di favore verso la contendibilità delle società domestiche già contenuto nel Tuf, rinunciando alla facoltà di *opt out* della *passivity rule* prevista dal legislatore europeo²⁵ e confermando in capo all'organo di amministrazione della società *target* l'obbligo di astensione dal compimento di atti ostili all'OPA in assenza di una preventiva autorizzazione assembleare (compreso anche il *quorum* speciale per l'autorizzazione). Si chiariva altresì che l'obbligo di astensione decorreva dalla prima comunicazione al mercato di cui all'art.102, comma 1 Tuf e fino alla chiusura dell'offerta ovvero fino a che la stessa non fosse decaduta ed, inoltre, che la mera ricerca di altre offerte non integrasse atto od operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta stessa. L'adozione di tale regola nella sua versione più restrittiva aveva fatto sì che le società quotate italiane divenissero agili preda di investitori stranieri allettati dalle facili condizioni di mercato. Da tale momento in poi sono intervenuti numerosi cambiamenti di rotta in cui le diverse scelte compiute in sede di regolamentazione rispecchiano gli interessi che il legislatore ha inteso di volta in volta privilegiare. In tale prospettiva si registrano le modifiche apportate dall'art.13 del Decreto anti-crisi che, approvato per attutire l'impatto della crisi finanziaria globale con il conseguente rischio di eccessiva volatilità dei titoli azionari, hanno reso opzionale l'inserimento della clausola di passività all'interno degli statuti (*opt back in* statutario) delle società quotate²⁶, eliminando inoltre il *quorum* deliberativo minimo del 30% previsto dalla precedente disciplina ad ulteriore conferma di un approccio avverso alla contendibilità delle

²⁴ Si veda tra i tanti F.VELLA, *Commento sub art.104*, in *Commentario Campobasso*, Torino, 2002, p.887.

²⁵ Consapevole delle diversità intercorrenti tra gli ordinamenti degli Stati Membri, l'art.12 della Direttiva ha previsto un regime opzionale che permette ai legislatori nazionali di non recepire in via legislativa le due regole (*opt out*), purchè alle società sia concessa la facoltà (comunque reversibile) di applicare le predette regole statutariamente (*opt in*) ed a condizione che la relativa decisione sia adottata dall'assemblea degli azionisti e notificata a tutte le Autorità di Vigilanza degli Stati Membri i cui i titoli oggetto di offerta risultino quotati: si può quindi decidere di introdurle entrambe, nessuna o solo una. Qualora però i vari ordinamenti decidessero di avvalersi di tale opzione, dovranno consentire alle società di poterle prevedere nel proprio statuto.

²⁶ Usufruendo in tal modo dell'opzione originariamente offerta dalla Direttiva che consente agli Stati Membri di non rendere operative la *passivity rule* e la *breakthrough rule* purchè venga data alle società la possibilità di adottare tali clausole statutariamente in un contesto che privilegia un meccanismo di adesione volontaria a determinate previsioni contenute nella Direttiva stessa: v., in tal senso, G.FAUCEGLIA, *Commentario all'offerta pubblica d'acquisto*, Torino, 2010, p.432.

nostre quotate. Successivamente, con l'art.1, comma 3 del Decreto correttivo – partendo dal presupposto che tale misura difensiva fosse stata adottata in una fase economica eccezionale - è intervenuta l'abrogazione del comma 1 dell'art.104 Tuf, ripristinandosi l'imperatività della *passivity rule*; tuttavia, innovando rispetto alla disciplina anteriore, il nuovo comma 1-ter dell'art.104 ha previsto la derogabilità in via statutaria, in tutto o in parte, di quanto contenuto nella disposizione stessa (commi 1 e 1-bis). Le relative modifiche statutarie dovranno essere tempestivamente comunicate al pubblico secondo le modalità previste dall'art.114 del Tuf. Resta, invece, immodificata l'originaria previsione di cui al comma 1 dell'art.104, introdotta dal decreto attuativo della Direttiva, a detta della quale l'obbligo di astensione dall'assumere misure difensive decorre dalla comunicazione di cui all'art.102, comma 1 e fino alla chiusura dell'offerta ovvero sino a quando l'offerta stessa non decada²⁷. Il Decreto correttivo ha, quindi, confermato quanto già previsto dal Decreto anti-crisi con riferimento, innanzitutto, alla eliminazione della previsione del *quorum* speciale del 30% del capitale sociale richiesto per le delibere assembleari che autorizzano l'adozione di misure difensive cosicché in caso di offerta ostile, l'assemblea dei soci è regolarmente costituita e può validamente deliberare le misure difensive con le maggioranze richieste dalla disciplina codicistica; quindi, riguardo all'abrogazione del previgente comma 1-bis dell'art.104 Tuf che disciplinava l'emissione di azioni con diritto di voto subordinato all'effettuazione di un offerta, con il chiaro intento di includere nella disciplina delle misure difensive anche quelle azioni che, sebbene prive di diritto di voto, lo avrebbero riacquisito in presenza di un'OPA. Infine, sia il Decreto anticrisi che il Decreto correttivo hanno ribadito quanto contenuto nel d.lgs. n.229/2007 ovvero che la mera ricerca di altre offerte non costituisca una misura difensiva²⁸.

Venendo ad esaminare la c.d. *breakthrough rule*, essa, in quanto finalizzata ad aumentare la contendibilità del controllo societario, è stata codificata per la prima volta dall'art.11 della Direttiva OPA che ha sancito l'inefficacia nei confronti dell'offerente delle limitazioni relative all'esercizio del diritto di voto ed al trasferimento dei titoli, così neutralizzando quelle clausole statutarie o contrattuali in grado di tradursi in veri e propri ostacoli alla buona riuscita dell'offerta. Con tale misura il legislatore europeo si è proposto una duplice finalità ovvero consentire agli azionisti di decidere in merito all'offerta in assenza di vincoli statutari o contrattuali in grado di condizionare il voto o il trasferimento di alcuni diritti; quindi, permettere al proponente (la cui offerta abbia riscosso successo) di rendere effettivo il ricambio del controllo, esercitando liberamente i diritti di voto relativi alla partecipazione effettivamente acquisita sin dalla prima assemblea convocata successivamente alla chiusura dell'offerta.

Il testo del Tuf anteriore alla Direttiva non contemplava una specifica disciplina in materia di *breakthrough rule*, pur prevedendo alcune norme analoghe anche se di portata più ridotta ovvero l'art.123, comma 3 con cui viene concesso agli azionisti che intendano aderire ad un'OPA il diritto di recedere senza preavviso dai patti parasociali (c.d. "mini *breakthrough rule*"); ed, inoltre, l'art.212 in cui si sospendono le limitazioni al voto correlate ai limiti di possesso azionario nelle società privatizzate.

²⁷ Si recepisce quanto previsto dalla Direttiva all'art.9, par.2 e art.3, par.1, lett.f) in cui si tutela l'esigenza che la società emittente non debba esser ostacolata nelle sue attività oltre un lasso di tempo ragionevole a causa di un offerta sui suoi titoli. Si evidenzia come non siano state, invece, riprese le disposizioni comunitarie che attribuiscono agli Stati Membri la facoltà di anticipare il momento a partire dal quale tale autorizzazione debba essere ottenuta: momento che potrebbe coincidere con quello in cui l'organo amministrativo della società emittente viene a conoscenza dell'offerta.

²⁸ Previsione in linea con quanto previsto dalla Consob nella Comunicazione n. DAL/99039392 del 18 maggio 1999. Sempre con riferimento all'ambito applicativo della *passivity rule*, è opportuno altresì richiamare l'attenzione sulla circostanza che la Direttiva non offre una definizione di misure *anti-takeover*, indicando a titolo puramente esemplificativo l'ipotesi di emissione di azioni che possono avere l'effetto di impedire all'offerente di acquisire in maniera durevole il controllo della società *target*.

Esercitando la facoltà di *opt in* prevista dalla Direttiva, il d.lgs.229/2007 ha aggiunto nel Tuf un nuovo art.104-*bis* che ha disciplinato ed in un primo momento reso imperativa la regola di neutralizzazione (fermo restando quanto previsto dal succitato art. 123, comma 3).

L'imperatività di tale regola è cessata con l'art.13 del Decreto anti-crisi che, pur mantenendo invariato il contenuto della norma, ha, invece, attribuito alle società italiane quotate (ad eccezione delle società cooperative) la facoltà di inserire nei loro statuti una clausola che preveda l'applicazione della regola di neutralizzazione delle limitazioni al trasferimento dei titoli, sancendo così la cessazione della sua imperatività: di conseguenza essa sarà applicabile solo nei confronti di quelle società che, in virtù della propria autonomia statutaria, ne abbiano prevista l'adozione. Tali disposizioni non sono state modificate dal Decreto correttivo che a sua volta ha confermato l'applicazione facoltativa della neutralizzazione. In base all'attuale disposto del comma 2 dell'art.104-*bis*, la regola di neutralizzazione può operare in due momenti diversi: ovvero, nel periodo di adesione all'offerta in cui si prevede l'inopponibilità all'offerente delle restrizioni al trasferimento di titoli previste dallo statuto nonché l'inefficacia, nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previste dall'art.104, delle limitazioni al diritto di voto disposte dallo statuto o da patti parasociali; quindi, nel periodo immediatamente successivo alla conclusione dell'offerta ed in caso di raggiungimento da parte dell'offerente di una percentuale di capitale con diritto di voto pari ad almeno il 75% nelle delibere riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori, disponendo l'inefficacia, nella prima assemblea convocata per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori, delle restrizioni al diritto di voto (statutarie o di natura contrattuale) e di ogni altro diritto speciale previsto dallo statuto con riferimento alla nomina o revoca dei membri dell'organo amministrativo o di sorveglianza.”: in quest'ultimo caso l'intento è quello di salvaguardare l'offerente che, dopo aver raggiunto una partecipazione di almeno il 75%, voglia convocare un'assemblea dei soci per modificare lo statuto e/o sostituire i membri dell'organo amministrativo e di controllo²⁹.

2.2.La clausola di reciprocità

Introdotta dall'art.12, par.3 della Direttiva per compensare eventuali possibili squilibri normativi a livello europeo³⁰, tale regola consente agli Stati Membri di esonerare le società che siano soggette alla *passivity rule* e la *breakthrough rule* dall'applicazione delle medesime qualora le stesse siano oggetto di un'offerta lanciata da una società che non sia tenuta per legge o statutariamente all'osservanza delle medesime ovvero da una società controllata direttamente o indirettamente da quest'ultima. Finalità perseguita dal legislatore europeo è quella di allineare la situazione della società *target* a quella prevista dalla legislazione del paese d'origine dell'offerente³¹, incentivando nel contempo gli Stati Membri all'adozione di entrambe le regole e permettendo alle società di poter eventualmente invocare la clausola di reciprocità nei confronti di quelle che non le applicano.

Il d.lgs.129/2007, nell'attuare le disposizioni europee, all'art.104-*ter* del Tuf aveva stabilito la disapplicazione sia della *passivity rule* che della *breakthrough rule* qualora l'offerente, o un soggetto dal medesimo controllato avessero la propria sede legale in uno Stato che non avesse recepito tali regole. Tale disposizione era evidentemente correlata alla scelta iniziale del legislatore di aver imposto alle società quotate italiane le due misure difensive, dando così

²⁹ La regola di neutralizzazione, compromettendo l'esercizio dei diritti previsti dallo statuto o da patti parasociali, è accompagnata da un obbligo di indennizzo previsto da comma 5 dell'art.104-*bis* che impone all'offerente- in caso di esito positivo dell'offerta- di risarcire i soggetti cui è stato impedito di esercitare i diritti loro spettanti.

³⁰ Una società di uno Stato Membro che ha reso obbligatorie una o entrambe le regole potrebbe, infatti, essere penalizzata rispetto ad un'altra con sede in un diverso Stato che non le ha, invece, recepite

³¹ V.F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p.400.

modo alle stesse di difendersi validamente da scalate di offerenti esteri nei cui Paesi fosse vigente una diversa normativa in materia di contendibilità del controllo. In seguito, il legislatore sia con il Decreto anti-crisi che con il Decreto correttivo ha modificato l'art.104-ter del Tuf al fine di adattarne il contenuto alle modifiche alle due regole intervenute successivamente ed ha stabilito l'applicazione della clausola di reciprocità qualora la neutralizzazione discenda da una previsione statutaria. Infine, la norma risultante dalle modifiche apportate dal Decreto anti-crisi non richiede più la specifica competenza dell'assemblea straordinaria della società emittente per l'adozione di misure difensive in applicazione della clausola di reciprocità, essendo sufficiente una generica delibera assembleare, purchè emanata almeno diciotto mesi prima che l'offerente abbia dato comunicazione dell'intenzione di promuovere l'offerta ai sensi dell'art.102, comma 1. In tali casi, tuttavia, con un dettato piuttosto oscuro³², l'art. 104 - ter, comma 4 Tuf prevede che le misure difensive adottate in applicazione di tale regola devono essere state autorizzate anticipatamente dall'assemblea della società emittente, non più tardi di 18 mesi prima rispetto a quando l'offerta sia stata resa pubblica³³.

2.3.L'OPA concorrente

Il Tuf³⁴ espressamente prevede che possano esservi offerte pubbliche in competizione tra di loro, rimettendo alla Consob il compito di regolamentarne l'attuazione, purchè il numero dei rilanci sia effettuato sino alla scadenza di un termine massimo al fine di non esporre l'emittente all'offerta per un tempo eccessivamente lungo. Trattasi di una tecnica di difesa successiva consentita tuttora ed in passato e che non necessita di una previa autorizzazione. La Consob è intervenuta in materia con l'art.44³⁵ del Regolamento Emittenti che disciplina in modo articolato un meccanismo di asta competitiva trasparente, precisando altresì che dopo la pubblicazione di un'offerta concorrente o di un rilancio, le adesioni alle altre offerte sono revocabili; per i rilanci non è ammessa la riduzione del quantitativo richiesto e la durata delle offerte precedenti è allineata a quella dell'ultima offerta concorrente, se i precedenti offerenti non comunicano alla Consob ed al mercato di voler mantenere invariata la scadenza originaria.

3. L'OPA obbligatoria

L'art.10, comma 1, della L.149/92 imponeva a chiunque intendesse acquisire direttamente o indirettamente, per il tramite di interposta persona o società fiduciaria ovvero attraverso una partecipazione a sindacati di voto, il controllo di una società quotata in borsa o ammessa alle negoziazioni sul mercato ristretto, di promuovere un'offerta pubblica di acquisto relativamente alle azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria della società, per almeno un ammontare di titoli che consentisse di acquisire il controllo della società stessa; fermo restando un quantitativo minimo idoneo a consentire *“l'acquisizione di una partecipazione minima del capitale sociale o del prestito obbligazionario della società i cui titoli sono oggetto dell'offerta, qualunque sia il numero di titoli dei quali l'offerente abbia già la proprietà, il possesso, l'usufrutto o il pegno”*. Nel successivo comma 2, la norma precisava che il lancio dell'OPA dovesse essere effettuato anche se il controllo sulla società *target* veniva acquisito indirettamente o tramite interposta persona o società fiduciaria: ciò che

³² Per le critiche a tale norma v. F. ANNUNZIATA, *op.ult. cit.*, pp.400-401.

³³ Sul punto si legga F.M.MUCCIARELLI, *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'opa*, in *Giur.comm.*, 2005, p.830 ss.

³⁴ V.art.103, comma 4, lett.d).

³⁵ Si rammenta che tale norma è stata profondamente modificata nel 2001 in seguito ai problemi sorti nella sua applicazione pratica in occasione dell'acquisizione di Gildemeister Italiana nel 2000: v. R.COSTI- L.ENRIQUES, *op.cit.*, p.107.

rilevava quale presupposto per l'applicazione della disciplina era la sussistenza del controllo inteso come la possibilità *“di disporre dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria, ovvero di esercitare un'influenza dominante”* (comma 2)³⁶. L'obbligo di lanciare un'OPA veniva, quindi, imposto in via preventiva là dove un soggetto avesse manifestato l'intenzione di acquisire il controllo di diritto o di fatto, ovvero la quota di maggioranza relativa di una società quotata. Il testo della norma aveva suscitato non pochi dubbi interpretativi connessi *in primis* ad una non chiara definizione del concetto di controllo (di diritto e di fatto); quindi, non meno rilevante, alla scelta operata dal legislatore di non fissare un ammontare predeterminato, rimettendosi all'individuazione caso per caso della soglia di controllo e di maggioranza relativa ed attribuendo alla Consob il potere di pronunciarsi definitivamente circa l'esistenza in concreto dell'obbligo³⁷. Ne era derivato un sistema incerto sotto il profilo sia normativo che applicativo, con la conseguenza che la disciplina obbligatoria veniva scarsamente attuata e ciò costituiva, invece, un incentivo alle scalate ed alle dispute per il controllo.

Nonostante la legge 149/92 fosse riuscita ad introdurre una disciplina autonoma in materia di OPA, permanevano, quindi, problemi interpretativi e difficoltà applicative³⁸ che si è cercato di superare, in un primo tempo con l'approvazione del TUF per poi giungere, in ambito sovranazionale, alla Direttiva. Il Testo Unico nella sua versione originaria, ha recepito l'OPA obbligatoria, partendo dal presupposto che essa fosse un valido strumento di tutela delle minoranze, prevedendone due fattispecie ovvero quella totalitaria e quella residuale³⁹. Inoltre, ne ha completamente ridisegnato la relativa disciplina all'insegna della razionalizzazione della materia e di una più chiara identificazione delle ipotesi in cui ricorre l'obbligo di offerta: a tal fine sono stati fissati presupposti oggettivi coincidenti con soglie di partecipazione rilevante ben definite ai fini dell'acquisizione del controllo⁴⁰ (cui si riconnette sia l'obbligo di offerta che l'esenzione da tale obbligo) idonee a garantire l'effettiva applicazione di tale strumento⁴¹. A tale proposito il dettato attuale dell'art.105, comma 2 del Tuf stabilisce che – ai fini del lancio di un OPA obbligatoria – per partecipazione rilevante debba intendersi *“una quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, dei titoli emessi da una società”* italiana con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani *“che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza”*⁴². Nozione

³⁶ Tra i moltissimi contributi in materia di OPA obbligatoria nel vigore della legge 149/92, si rinvia all'approfondita analisi di L.G. PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 1999, pp.179-184.

³⁷ La Consob con la Comunicazione n. SOC/RM/920005380 (successivamente abrogata dalla delibera n.11520 del 1 luglio 1998) aveva, peraltro, individuato e reso pubblico l'ammontare delle partecipazioni rilevanti per la configurazione dell'obbligo di lanciare un'OPA, indicando i criteri a tal fine seguiti in sede di esame dell'azionariato delle società quotate.

³⁸ V., al riguardo, F. GHEZZI e M.VENTORUZZO, *op.cit.*, 158 ss. ove interessanti considerazioni intese a dimostrare come l'OPA obbligatoria abbia con il tempo assunto una funzione di tutela degli azionisti di controllo a danno di un più effervescente mercato del controllo.

³⁹ Come si vedrà nel prosieguo della trattazione, quest'ultima è stata successivamente eliminata dal d.lgs. 229/2007 ed è sostanzialmente confluita nell'attuale obbligo d'acquisto imposto al titolare di partecipazioni *“quasi totalitarie”*.

⁴⁰ L'art.106, comma 1 del Tuf, nella sua versione iniziale, imponeva l'obbligo di OPA totalitaria a chiunque in seguito ad acquisti a titolo oneroso venisse a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 30 per cento del capitale con diritto di voto nell'assemblea ordinaria di una società italiana con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati italiani. La norma introduceva così la soglia del 30 per cento in seguito riproposta nel testo attualmente vigente dell'art.106.

⁴¹ In tal senso si veda L. DI BRINA, *Commento sub art.105*, in *Commentario Alpa- Capriglione*, Padova, 1998, p.976.

⁴² Si osservi come rispetto alla versione originaria del Tuf, con il d.lgs 229/2007 sia scomparso il riferimento esclusivo alle azioni, ricomprendendosi nella nozione di partecipazione qualsiasi titolo ed escludendosi il

suscettibile di adattamenti giacché la medesima disposizione, nei comma successivi, conferisce alla Consob non solo il potere regolamentare di includere nella partecipazione categorie di titoli dotati di diritti di voto su uno o più argomenti diversi tenuto conto della “*natura e del tipo di influenza sulla gestione della società che può avere il loro esercizio anche congiunto*”⁴³; ma anche il compito di stabilire i criteri di calcolo della partecipazione nei casi in cui i titoli risultino privati per effetto di legge o di regolamento del diritto di voto ovvero nelle ipotesi in cui lo statuto preveda la maggiorazione del diritto medesimo⁴⁴.

Nel testo vigente, la disciplina dell’OPA obbligatoria è circoscritta esclusivamente alle “*società italiane con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani*”⁴⁵, così escludendo sia le società italiane quotate soltanto in un mercato regolamentato non italiano, sia le società straniere quotate su un mercato regolamentato italiano⁴⁶. Inoltre, l’OPA obbligatoria è stata estesa su base volontaria alle società i cui titoli sono negoziati sull’AIM gestiti da Borsa Italiana⁴⁷, che è, invece, un MTF e non un mercato regolamentato

Secondo il dettato dell’art.106, comma 1 del Tuf (quale risultante dalle modifiche normative che si sono nel tempo man mano succedute) l’obbligo di promuovere un’offerta pubblica totalitaria (ovvero rivolta a tutti i possessori di titoli e per la totalità di titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato) è imposto a chiunque “*a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto*”⁴⁸ venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre dei diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi”⁴⁹. Tuttavia, ai sensi dell’art.49, comma 1 del Regolamento Emittenti, tale obbligo di acquisto non sussiste qualora un altro socio o altri soci congiuntamente detengano la maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell’assemblea ordinaria (controllo di diritto). Disciplinando l’OPA obbligatoria, il legislatore ha voluto dotare le minoranze di specifici strumenti di tutela in caso di acquisto di una partecipazione rilevante al capitale di società quotate, permettendo ai soci minoritari di poter partecipare al c.d. “premio di maggioranza” attraverso la vendita dei propri titoli ad un prezzo che si avvicini o sia pari a quello percepito da chi ha ceduto la partecipazione rilevante⁵⁰. Già il

riferimento al voto in materia di responsabilità verso gli amministratori introdotto dalla riforma del diritto societario. Inoltre sulla scorta di quanto dettato dall’art.105, comma 3-*bis*, la Consob nell’art.44-*ter* del Regolamento Emittenti ha disposto che nel calcolo della partecipazione rilevante si debbano computare (fatte salve alcune eccezioni) anche gli strumenti finanziari derivati, detenuti anche indirettamente, che conferiscano una posizione lunga sui titoli indicati nell’articolo 105, comma 2, del Testo Unico, nella misura del numero totale di titoli sottostanti.

⁴³ Precisazione, quest’ultima, evidentemente diretta a conferire rilievo al potere di nomina dei gestori in quanto sintomatico dell’importanza assunta dal socio nella prospettiva dell’esercizio del controllo.

⁴⁴ Si legga il regolamento Consob Emittenti, art.44-*bis*, comma 1, 2 e 4 con riferimento al regime delle azioni private del diritto di voto e art.44-*bis*1 relativo alla maggiorazione dei diritti di voto ed alle azioni a voto plurimo.

⁴⁵ Così testualmente l’art.105, comma 1, Tuf.

⁴⁶ V.R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2018, pp.91-92.

⁴⁷ Si rinvia all’art.6-*bis* r.e. AIM. Per un primo commento a tale disciplina si rinvia a F.FORNASARI, *L’O.p.a. obbligatoria per le società ammesse all’AIM Italia*, in *Giur.comm.*, 2019, p.63 ss.

⁴⁸ L’inclusione della “maggiorazione del diritto di voto” ex art.127-*quinquies* Tuf (cui si affianca l’eventuale emissione di azioni a voto plurimo) tra le modalità di acquisizione del controllo è avvenuta ad opera dell’art.20 del D.L.n.91 del 2014 c.d. “Decreto Competitività”, là dove la disciplina originaria contenuta nel Tuf era incentrata esclusivamente sull’acquisto di azioni con diritto di voto quale presupposto per far scattare l’obbligo di un’OPA. Tale inclusione ha imposto anche l’inserimento nel Regolamento Emittenti dell’art.44 - *bis*1.

⁴⁹ Il Tuf attraverso una più precisa individuazione della soglia di rilevanza, oggetto nella disciplina previgente di accese discussioni, ha conferito maggiore certezza alla disciplina, tralasciando ogni riferimento al più ambiguo concetto di “controllo societario” che imponeva un’opera continua e costante di aggiornamento delle soglie, adeguandole alle modalità variegiate che il controllo tende ad assumere e ciò a discapito degli operatori e del mercato.

⁵⁰ Così F.ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., pp.389-390.

decreto 229/2007 (sebbene la Direttiva lasciasse in sede di recepimento ai singoli Stati Membri un ampio margine di manovra per la ridefinizione della percentuale e delle modalità del relativo calcolo) aveva confermato la soglia del 30 per cento dei titoli con diritto di voto quale partecipazione⁵¹ di controllo che determina l'obbligo di offerta, non prevedendo più che gli acquisti da cui deriva tale obbligo dovessero essere effettuati a titolo oneroso, come invece accadeva nel testo anteriore⁵². L'opzione per la soglia fissa⁵³, nonostante avesse eliminato tutte quelle zone grigie determinate dalla legislazione precedente, non è stata tuttavia esente da critiche⁵⁴ che l'hanno ritenuta esigua posto che il nostro mercato azionario - a differenza dei modelli cui il nostro legislatore si è ispirato - è normalmente caratterizzato da un azionariato diffuso e la partecipazione nelle società quotate è di solito concentrata nelle mani di pochi grandi detentori⁵⁵. In tale contesto un potenziale acquirente potrebbe essere obbligato a lanciare un'OPA totalitaria nonostante il superamento della soglia indicata nel Tuf non gli permetta di acquisire il controllo della società, potendosi tradurre in una soglia inferiore a quella che nel mercato domestico permette il controllo di società quotate⁵⁶. Inoltre, la presenza di una soglia fissa e rigida potrebbe indurre ad acquistare titoli in misura appena inferiore alla stessa per non incorrere nell'obbligo di OPA totalitaria. Anche per queste ragioni, la L.n.216/2014 con l'inserimento all'art.106 dei commi 1-*bis* e 1-*ter*, ha introdotto una nuova soglia rilevante pari al 25 per cento quando nella società emittente - diversa da una piccola e media impresa - non vi siano partecipazioni superiori, offrendo altresì alle PMI quotate la possibilità di provvedere statutariamente alla fissazione di una diversa soglia rilevante, con un margine di scelta tra il 25 ed il 40 per cento⁵⁷. Diversamente poi da quanto disposto dall'art.10 della L.149/92 il cui contenuto traduceva un'offerta sempre parziale (ad eccezione dell'OPA residuale), attualmente, invece, il legislatore detta una normativa decisamente più onerosa per chi voglia ottenere il controllo di una società poiché l'OPA oggetto dell'obbligo deve essere sempre rivolta alla totalità dei titoli⁵⁸: si dimostrerebbe così una netta preferenza nei confronti del principio della parità di trattamento piuttosto che della contendibilità del controllo.

Se la determinazione della soglia e la totalitarietà si pongono in un'ottica di salvaguardia del principio della parità di trattamento, quest'ultimo non è stato da subito pienamente adottato con riferimento alla disciplina relativa al prezzo, quantomeno nella fase di transizione dalla legge 149/92 al Tuf nella sua prima impostazione.

A tale riguardo è innanzitutto opportuno premettere come il d.lgs. 229/2007 abbia recepito il criterio del prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto nei dodici mesi che precedono la comunicazione dell'offerta e per i titoli

⁵¹ Tale nozione di partecipazione, attualmente contenuta nell'art.105, comma 2 del Tuf, è stata ampliata includendovi anche gli strumenti finanziari derivati.

⁵² Tuttavia, il medesimo decreto, pur eliminando la distinzione tra acquisti "a titolo oneroso" ed "a titolo gratuito", all'art.106, comma5, lett.f) del Tuf ha introdotto un'esenzione specifica ed automatica dell'obbligo di OPA per gli acquisti a titolo gratuito, demandando alla Consob la disciplina applicativa di tale esenzione. La Consob ha provveduto in tal senso con l'art.49, comma 1, lett.h) del Regolamento Emittenti.

⁵³ V.F.M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, cit., p.139 in cui si rileva come quasi tutti gli Stati Membri abbiano optato per il meccanismo della soglia fissa (pari per molti al 30 per cento) partendo dal presupposto, basato sull'osservazione empirica, che per controllare e rendere non più scalabile una società quotata sia sufficiente tale percentuale di capitale.

⁵⁴ V., *amplius*, M.TOLA, *Opa e tutela delle minoranze*, Napoli, 2008, 153.

⁵⁵ Si legga il *Rapporto Consob 2017 sulla corporate governance delle società quotate italiane - dicembre 2017*, p.3 in cui appunto si evidenzia tale dato.

⁵⁶ V. P.MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, in *Banca, Borsa, Tit.cred.*, 1999, p.153.

⁵⁷ E ciò in seguito alle modifiche apportate dal Decreto Competitività.

⁵⁸ Invero, se si permettesse all'offerente di acquistare solo una parte dei titoli, si verificherebbe una situazione di "pressure to tender" che si tradurrebbe in una coazione a vendere derivante da una pressione illegittima sugli azionisti da parte dell'offerente.

della medesima categoria, là dove il comma 3 dell'art.106 attribuisce alla Consob il potere – da esercitarsi con provvedimento motivato nelle ipotesi previste dal regolamento- di aumentare o diminuire il prezzo equo quale risultante dall'applicazione dei principi generali al ricorrere di specifiche circostanze ed in conformità a criteri predeterminati⁵⁹.

Ciò posto, anche con riferimento al prezzo si registra un'evoluzione normativa che parte sempre dalla legge 149/92 il cui art.8 richiedeva di corrispondere “*un prezzo non inferiore alla media dei prezzi di mercato*”. A sua volta, l'art.106, comma 2 del Tuf nella sua formulazione antecedente il recepimento della Direttiva, riduceva il prezzo dovuto “*alla media aritmetica tra il prezzo medio ponderato di mercato negli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall'offerente per acquisti di azioni della medesima categoria*”: il valore così ottenuto realizzava una media della media comprensiva sia dell'eventuale premio pagato “a trattativa privata” per l'acquisizione del controllo, sia del prezzo di mercato delle azioni⁶⁰. Una significativa modifica dell'art. 106, comma 2 del Tuf si è verificata con l'attuazione della Direttiva il cui 9° Considerando ha introdotto il concetto di “*best price rule*”. Tale concetto, specificato nell'art.5, par.1 della Direttiva con il suo riferimento ad un “prezzo equo”, è stato quindi tradotto dal comma 2 dell'art. 106 nel “*prezzo non inferiore a quello più elevato pagato*” dall'offerente o da persone che con il medesimo agiscono di concerto nei dodici mesi anteriori alla comunicazione prevista dall'art.102, comma 1 Tuf, imponendo così di riconoscere a tutti gli azionisti l'intero premio di controllo⁶¹; aggiungendosi che, qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo indicato, l'offerta debba essere promossa ad “*un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile*”⁶². Inoltre, Il medesimo prezzo si applicherà, in mancanza di acquisti a un prezzo più elevato, anche in caso di superamento della soglia relativa ai diritti di voto per effetto della maggioranza *ex art.127-quinquies* Tuf. Attualmente, quindi, viene individuato un termine *a quo* certo per il calcolo a ritroso dei dodici mesi coincidente con il giorno in cui l'offerente comunica alla Consob il sorgere dell'obbligo di promuovere l'offerta che avverrà solo dopo l'acquisto che consente al medesimo di superare la soglia del trenta per cento.⁶³La nuova formulazione dell'art.106, comma 2, obbligando l'acquirente a conferire a ciascun azionista che voglia sfruttare la possibilità di *exit* il premio più alto pagato, perseguirebbe l'obiettivo di realizzare la parità di trattamento, permettendo così a tutti gli azionisti di godere dell'eventuale premio di maggioranza corrisposto per il passaggio del pacchetto di controllo.

⁵⁹ Si rinvia agli artt.47-bis - 47-novies del Regolamento Emittenti ove si specificano le ipotesi in cui possono essere accordati riduzioni o aumenti del corrispettivo.

⁶⁰ Il legislatore, così disponendo, garantiva a tutti gli azionisti una parziale compartecipazione al premio di controllo calmierandolo, tuttavia, con il prezzo medio ponderato di borsa: in tal senso A.TRISCORNIA, *OPA: reinvestimento del venditore e parità di trattamento*, in *Riv.soc.*, 2017, p. 997.

⁶¹ In tal senso, F.GHEZZI e M.VENTORUZZO, *op.cit.*, p.159.

⁶² V.M.LISANTI, *L'abrogazione della L.n.149/1992 fra il Testo Unico della Finanza e la prossima Direttiva UE sulle OPA*, in *Corr.Giur.*, 1998, p.474.

⁶³ Il termine *a quo* così individuato e mutuato dal modello del *Takeover Code*, *Rule 9.5* potrebbe nella maggior parte dei casi essere posticipato rispetto a quanto accadeva nel vigore della disciplina precedente quando l'incertezza nella determinazione del periodo di riferimento aveva indotto la Consob ad intervenire con diverse Comunicazioni (DAL/DEM/47878 del 16 giugno 2000; DAL/DME/1076547 del 9 ottobre 2001 e DEM/7069353 del 25 luglio 2007) calcolando a ritroso i dodici mesi dalla prima comunicazione al mercato dell'operazione che avrebbe consentito di superare la soglia la quale per essere rilevante e bloccare il prezzo avrebbe dovuto contenere gli elementi essenziali dell'offerta successiva: sul punto v., *amplius*, F.M.MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, cit., pp.150-151.

3.1.L'OPA da consolidamento o incrementale

L'obbligo di OPA totalitaria può essere imposto anche a colui che già detenga una partecipazione pari o superiore al 30 per cento (o alla diversa percentuale in caso di PMI) senza detenere la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria ed effettui acquisti superiori al 5 per cento, incrementando in tal modo la sua partecipazione. La Consob con l'art.46 del Regolamento emittenti rubricato "*Consolidamento della partecipazione*" ha dato attuazione alla delega contenuta nell'art.106, comma 3, lett.b) del Tuf, stabilendo che il soggetto che già detenga una partecipazione pari o superiore al 30 per cento (o alla diversa percentuale in caso di PMI) sarà tenuto a promuovere un'offerta obbligatoria in seguito alla maggiorazione ovvero all'acquisto anche indiretto di più del 5 per cento del numero complessivo di diritti di voto ovvero del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto nelle materie di cui all'art.105, in un arco temporale pari a 12 mesi. La *ratio* di tale previsione risponde al consueto principio di parità di trattamento degli azionisti, consentendo loro di dismettere la propria partecipazione qualora un socio che già detenga una determinata quota intenda aumentarla in modo repentino, rafforzando così la sua posizione a scapito della contendibilità della società⁶⁴.

Il Tuf, nella sua originaria versione, non precisava la soglia in grado di far scattare l'obbligo di offerta delegandone la determinazione alla Consob che nel Regolamento Emittenti l'aveva individuata nella percentuale del 3 per cento; tale soglia è stata in seguito elevata dalla L.9 aprile 2009, n.33 che ha convertito il Decreto incentivi, prevedendo che l'obbligo di offerta consegua ad acquisti superiori al 5 per cento da parte di coloro che già detengano una partecipazione rilevante ai fini dell'obbligo dell'OPA, senza disporre della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria⁶⁵: si sarebbe in tal modo assecondata la tensione ad accrescere la propria partecipazione senza subire gli oneri di un'offerta totalitaria da parte dei detentori di una partecipazione superiore al 25 o al 30 per cento⁶⁶. Al fine di favorire il loro accesso ai mercati regolamentati, la disciplina prevede un'eccezione a tale regola per le PMI che possono statutariamente prevedere la disapplicazione (c.d. *opt out*) dell'obbligo di OPA da consolidamento sino alla data dell'assemblea convocata per approvare il bilancio relativo al quinto esercizio successivo alla quotazione⁶⁷.

4.L'obbligo di acquisto ("*sell out*")

Diversa è la soglia rilevante che fa scattare, invece, l'obbligo di acquisto (c.d. *sell out*) ex art.108 del Tuf il cui primo comma prevede l'obbligo di acquisto successivo al buon esito di un'OPA totalitaria che abbia portato l'offerente ad una soglia di partecipazione almeno pari al 95 per cento: in tal caso quest'ultimo sarà costretto ad acquistare i restanti titoli da chiunque ne faccia richiesta. Trattasi di un istituto introdotto nel nostro ordinamento in seguito all'attuazione dell'art.16 della Direttiva e finalizzato a circoscrivere i problemi di azione collettiva degli azionisti⁶⁸ cui viene concessa una sorta di seconda *chance* - là dove non aderiscano ad un'offerta che ha riscosso molto successo -, neutralizzando così la c.d. *pressure to tender* o "coazione a vendere" cui gli azionisti potrebbero essere assoggettati. Inoltre, tale obbligo scatta solo se la soglia rilevante viene raggiunta attraverso un'OPA totalitaria, computandosi nella stessa anche gli acquisti compiuti fuori dall'OPA ma entro il periodo di adesione a questa secondo quanto espressamente stabilito dalla Consob⁶⁹.

⁶⁴ V.F.M.MUCCIARELLI, *op.ult. cit.*, 158.

⁶⁵ V.art.106, comma 3,lett.b), Tuf.

⁶⁶ V. R.COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p.102.

⁶⁷ Art.106, comma 3-*quater*,Tuf.

⁶⁸ V. F.M. Mucciarelli, *op.ult. cit.*, p.216 ss.

⁶⁹Si richiama la Comunicazione n. DEM/DCL/8081984 del 3 settembre 2008.

Il comma 2 dell'art.108 disciplina, invece, la seconda ipotesi di *sell out*, già peraltro nota nel nostro ordinamento come "OPA residuale", e che ha quali presupposti la detenzione di una partecipazione al capitale rappresentato da titoli superiore al novanta per cento ed il mancato ripristino sul mercato di un *flottante* sufficiente a garantire un regolare andamento delle negoziazioni: rispetto al dettato di cui al primo comma, tale disposizione mira a preservare un interesse diverso ovvero garantire la fluidità del mercato, tutelando l'investitore rispetto alla perdita definitiva di liquidità dei titoli⁷⁰. Infine, dalla lettura della norma traspare come sia irrilevante che la partecipazione del 90 per cento sia stata ottenuta con un'OPA o in un'altra maniera⁷¹. Quanto poi alla determinazione del prezzo cui si realizza l'acquisto, il Tuf dispone che se la partecipazione è stata raggiunta esclusivamente a seguito di un'OPA totalitaria, il corrispettivo sarà pari a quello dell'offerta totalitaria precedente, a patto che - in caso di offerta volontaria- l'offerente abbia conseguito almeno il 90 per cento del capitale rappresentato da titoli con diritto di voto compresi nell'offerta. Nelle altre ipotesi, il corrispettivo sarà determinato dalla Consob tenuto conto anche del prezzo di mercato dell'ultimo semestre o del corrispettivo dell'eventuale offerta precedente: in quest'ultimo caso l'obbligo può essere adempiuto mediante la riapertura dei termini dell'offerta stessa.

5. Il diritto di acquisto delle partecipazioni residue ("squeeze out")

Trattasi di uno strumento disciplinato dagli articoli 111 del Tuf e 50-*quater* del Regolamento Emittenti che opera a vantaggio del socio di maggioranza, permettendogli di estromettere le minoranze minime e semplificare il *delisting*. Grazie, infatti, allo *squeeze out* (o *freeze out*) l'offerente che ottenga la quasi totalità del capitale della *target* ha diritto di acquistare forzatamente i titoli dei soci rimanenti ad un prezzo equo a condizione che, però, la soglia rilevante venga acquistata a seguito di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio totalitaria ed indipendentemente dalla circostanza che si tratti di un'offerta pubblica volontaria o obbligatoria. Quanto alla soglia di partecipazione che fa scattare il diritto di acquisto, il Tuf sin dal suo esordio ha applicato il criterio della soglia rigida coincidente con il superamento del 98 per cento delle azioni con diritto di voto. Nel testo successivo all'attuazione della Direttiva⁷², la soglia di partecipazione attuale è pari al 95 per cento del capitale rappresentato da titoli⁷³, a patto che l'offerente abbia dichiarato nel documento di offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto. Quanto all'individuazione del corrispettivo, prima del recepimento delle norme europee vi provvedeva un esperto nominato dal Presidente del Tribunale che lo fissava sulla base anche del prezzo di offerta e del prezzo di mercato dell'ultimo semestre: ne derivava una possibile diversità tra prezzo di acquisto e prezzo dell'OPA precedente. In seguito alla Direttiva, tale criterio è stato rivisitato prevedendosi che lo *squeeze out* debba essere esercitato ad un giusto prezzo individuato sulla base di due criteri dettati dal comma 3 dell'art.108 a seconda che la soglia rilevante sia superata a seguito di un'OPA obbligatoria o di un'OPA totalitaria volontaria: nel primo caso il giusto prezzo coinciderà con il prezzo

⁷⁰ V. al riguardo A. TUCCI, *op.cit.*, 626

⁷¹ Sul punto F.ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 412 in cui si evidenzia come la biforcazione tra le due ipotesi di obbligo di acquisto individuate dal Tuf rilevi anche con riferimento alla composizione del capitale calcolato per il superamento delle soglie del 95 o del 90 per cento: nel primo caso il capitale è rappresentato da "titoli"; nel secondo da "titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato".

⁷² Si rinvia alla lettura dell'art.15, par.2 della Direttiva.

⁷³ Si legga al riguardo la Comunicazione Consob n.0183968 del 1 giugno 2018 in cui viene posta la questione relativa al superamento della soglia del 95 per cento in seguito ad acquisti effettuati ai blocchi e rilevanti ex art.108, comma 2 del Tuf. La Consob si è espressa per la sussistenza del diritto di acquisto a condizione che l'offerta pubblica totalitaria riceva adesioni poiché, pur essendo stata raggiunta la soglia del 95 per cento mediante acquisto ai blocchi, essa risulterà ulteriormente incrementata a seguito di una procedura assimilabile ad un'OPA.

dell'OPA obbligatoria; nella seconda ipotesi il corrispettivo dello *squeeze out* dovrà coincidere con quello dell'OPA solo qualora alla stessa abbia aderito un'ampia maggioranza di oblati coincidente con almeno il 90 per cento del capitale con diritto di voto compreso nell'offerta. Al di fuori di tali ipotesi, la determinazione del prezzo è demandata alla Consob, che dovrà tenere conto anche del corrispettivo dell'eventuale offerta precedente o del prezzo di mercato del semestre anteriore all'annuncio dell'offerta effettuato ai sensi dell'articolo 102, comma 1, o dell'articolo 17 del Regolamento (UE) n. 596/2014⁷⁴, ovvero antecedente l'acquisto che ha determinato il sorgere dell'obbligo.

6.L'azione di concerto

Tale istituto mira a prevenire che venga elusa la regola che impone l'obbligo di offerta totalitaria attraverso il frazionamento dell'acquisto tra una pluralità di soggetti formalmente distinti ma in concreto appartenenti ad un'unica coalizione⁷⁵.

Il d.lgs.229/2007, attuando le norme europee, aveva confermato l'impostazione già data dal Tuf (che non offriva una definizione generale di persone che agiscono di concerto⁷⁶) e, nel contempo, riproposto nell'art.101-*bis* le quattro ipotesi di presunzione assoluta già contenute nell'art.109 cui si aggiungeva alla lett.e) una nuova e criticata fattispecie di presunzione *iuris et de iure* che considerava persone che agiscono di concerto “ *i soggetti che cooperano al fine di ottenere il controllo della società emittente*”.

A sua volta, il Decreto correttivo ha avuto un impatto notevole sulla disciplina in materia, rielaborando quanto contenuto nell'art.101-*bis* ed introducendo al comma 4 una definizione generale di persone che agiscono di concerto⁷⁷ mutuata dalle norme comunitarie ed inclusiva delle ipotesi di cooperazione volte ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare gli obiettivi di un'offerta pubblica d'acquisto o di scambio⁷⁸. Il decreto correttivo ha altresì confermato all'art.101- *bis*, comma 4-*bis* le quattro presunzioni *iuris et de iure* ma non tassative di persone che agiscono di concerto in ogni caso⁷⁹, abrogando la discussa presunzione di cui alla lett.e) e delegando alla Consob⁸⁰ il compito di individuare in via regolamentare presunzioni relative (*iuris tantum*) di soggetti che agiscono di concerto nonché le ipotesi in cui la cooperazione tra più soggetti non configuri un'azione di

⁷⁴V. Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato).

⁷⁵ V.A.TUCCI, *op.cit.*, 629.

⁷⁶ Definizione, invece, contenuta nell'art.2, par.1, lett.d) della Direttiva che considera tali “*le persone fisiche o giuridiche che cooperano con l'offerente o la società emittente sulla base di un accordo, sia esso espresso o tacito, verbale o scritto, e volto ad ottenere il controllo della società emittente e a contrastare gli obiettivi dell'offerta*”. Là dove il par. 2 della medesima disposizione precisa che le persone controllate da un'altra persona debbano essere considerate “*persone che agiscono di concerto con detta persona o fra di loro*”. L'art.5, par.1 stabilisce che gli acquisti effettuati da coloro che agiscono di concerto rilevano ai fini dell'opa obbligatoria.

⁷⁷ Definizione cui fa peraltro riferimento l'art.109 del Tuf concernente la rilevanza degli acquisti di concerto ai fini dell'OPA obbligatoria. Si veda sul punto F.M.MUCCIARELLI, *op.ult.cit.*, pp.182-183.

⁷⁸ Si consideri, infatti, che ai fini della disciplina dell'OPA da consolidamento il concerto può rilevare anche in presenza di un soggetto che già detiene il controllo dell'emittente: art.106, comma 3, lett.b), Tuf.

⁷⁹ Ovvero:

- a) Gli aderenti a un patto anche nullo previsto dall'art.122, comma 1 e comma 5, lett.a), b), c) e d)
- b) Un soggetto, il suo controllante e le società da esso controllate
- c) Le società sottoposte a comune controllo
- d) Una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione, o di sorveglianza o direttori generali.

Per questi soggetti è, quindi, irrilevante l'accertamento di una cooperazione attuativa di un accordo, essendo sufficiente il riscontro delle situazioni sopra elencate.

⁸⁰ Si legga l'art.44-*quater* del Regolamento Emittenti rubricato “*Persone che agiscono di concerto*”.

concerto ai sensi del comma 4⁸¹: ciò al fine di semplificare l'attività probatoria, garantendo così alle imprese certezza nella valutazione delle proprie operazioni⁸².

Infine, il D.L.n.91/2014 (convertito dalla L.n.116/2014) ha aggiunto alla regola generale di cui al comma 1 dell'art.109 un'ulteriore inciso in cui si prevede che l'obbligo di OPA da concerto possa derivare anche da maggiorazione - anche a favore di uno solo dei concertanti - dei diritti di voto, nell'ipotesi in cui essi vengano a disporre di diritti di voto in misura superiore alle percentuali indicate dall'art.106.

Superata la soglia rilevante, il Tuf obbliga solidalmente i soggetti che agiscono di concerto a lanciare un'OPA totalitaria, anche se gli acquisti a titolo oneroso sono riconducibili all'operato di uno solo di essi⁸³.

7. La disciplina delle esenzioni

Conformemente allo spirito delle previsioni contenute nell'art.4, par.5 della Direttiva finalizzato ad attenuare le rigidità derivanti dal superamento della soglia rilevante, il Tuf individua i casi in cui il superamento della soglia di cui all'art.106, commi 1- 1-*ter* o comma 3, lett.b) non determina l'obbligo di promuovere un'offerta successiva totalitaria. Una prima esenzione coincide con l'ipotesi in cui la partecipazione oltre la soglia rilevante sia minoritaria ovvero conseguita in presenza di altri soci che detengono il controllo, venendo meno nel qual caso quella presunzione di controllo di fatto della società emittente che il legislatore ricollega alla detenzione di una partecipazione oltre la soglia. Analogamente, anche nel caso in cui il superamento sia determinato da operazioni dirette al salvataggio di imprese in crisi; da trasferimenti intragruppo; da cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente; da operazioni di carattere temporaneo⁸⁴ o di fusione e scissione o ancora da acquisti a titolo gratuito. Il legislatore ha demandato alla Consob non solo il compito di disciplinare nel dettaglio le condizioni applicative di tali ipotesi (art.49 Reg. Emittenti rubricato appunto "*Esenzioni*"), ma anche l'ulteriore e più ampio potere di adottare provvedimenti di esenzione *ad hoc* e, quindi, ulteriori rispetto alle fattispecie descritte dal Tuf e dal Regolamento Emittenti.

Anche l'offerta preventiva totalitaria o parziale (disciplinate rispettivamente nel Tuf agli artt.106, comma 4 e 107) hanno l'effetto di esimere il soggetto che abbia superato la soglia rilevante dall'obbligo di procedere ad un'offerta successiva totalitaria. Infatti, l'obbligo di offerta non sussiste là dove il conseguimento della partecipazione superiore alla soglia sia avvenuto in seguito ad un'OPA (volontaria) diretta a tutti i possessori di titoli per la totalità dei titoli in loro possesso⁸⁵ purchè, nel caso di offerta pubblica di scambio, siano offerti titoli

⁸¹ A tale riguardo l'art.44-*quater*, comma 2 del Regolamento Emittenti individua alcune ipotesi c.d. di "*safe harbors*" ovvero che non configurano di per sé un'azione di concerto tra cui, ad es., "*il coordinamento tra azionisti al fine di esercitare diritti c.d. di minoranza*".

⁸² Si rinvia in tal senso alla Relazione illustrativa al Decreto correttivo; nel medesimo senso F.M.MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, cit., 183.

⁸³ V.art.109, comma 1 del Tuf in cui si aggiunge che medesimi obblighi debbano gravare anche su coloro che agiscono di concerto, "*a seguito di maggiorazione, anche a favore di uno solo di essi, dei diritti di voto, qualora essi vengano a disporre di diritti di voto in misura superiore ALLE percentuali indicate nell'articolo 106*".

⁸⁴ La Consob con Comunicazione n.0214548 del 18 aprile 2019 (commentata da A.AIELLO, in *Diritto Bancario*, 2019, reperibile su www.dirittobancario.it) ha avuto modo di chiarire alcuni aspetti attinenti alla relazione intercorrente tra OPA da consolidamento e esenzioni per acquisti temporanei, chiarendo che la semplice astensione dal voto per le partecipazioni eccedenti la soglia rilevante nei dodici mesi integra una condizione necessaria ma non sufficiente, dovendo assolutamente coniugarsi con la cessione dei titoli ovvero con la riduzione dei diritti di voto in eccedenza rispetto alla soglia entro i dodici mesi.

⁸⁵ V.al riguardo la Comunicazione Consob, n.12019484 del 16 marzo 2012 nella quale, con riferimento al lancio di un'offerta pubblica di scambio totalitaria promossa dalla società "Kme" sulle proprie azioni ed avente

quotati in un mercato regolamentato di uno Stato comunitario o sia offerto come alternativa un corrispettivo in contanti: una simile offerta, invero, sarebbe già di per se stessa idonea ad attribuire a tutti i soci la possibilità di uscire dalla società o di beneficiare del premio di controllo⁸⁶.

Sulla base di quanto disposto dall'art.107 del Tuf in cui si rinviene un'articolata disciplina dell'OPA preventiva parziale, l'obbligo di offerta non sussiste se la partecipazione rilevante venga ad essere detenuta attraverso un'OPA o un'OPS avente ad oggetto almeno il 60 per cento dei titoli complessivamente emessi per ciascuna categoria⁸⁷ sempre che ricorrano congiuntamente determinate condizioni ovvero l'assenza di un preventivo rastrellamento di partecipazioni in misura superiore all'1 per cento del capitale da parte dell'offerente o di persone che con lui agiscono di concerto nonchè l'approvazione da parte dei soci di minoranza indipendenti della società *target* (c.d. procedura di *withewash*); infine, l'esenzione deve essere accordata dalla Consob previa verifica delle suddette condizioni (art.107, comma 1, lett.c) del Tuf e 48 del Regolamento Emittenti).

L'offerente sarà in ogni caso obbligato a promuovere un'offerta successiva totalitaria qualora, nell'anno successivo alla chiusura dell'OPA preventiva, egli stesso (o le persone che agiscono di concerto con lui) acquisti altre partecipazioni nella società *target*, in misura superiore all'1 per cento o se l'assemblea della società emittente abbia deliberato operazioni di fusione o scissione (art.107, comma3), esponendo così i soci di minoranza ad un rapporto di concambio sfavorevole.

8. Le OPA nella Borsa Italiana

Fra il 1992 e il 2018 sono state 462 le società quotate oggetto di OPA, per un controvalore totale di 203,4 miliardi di euro a potere d'acquisto 2018 (Tabella 1). In media, ogni anno si sono avute 17 società *target* e 7,5 miliardi di euro impegnati in queste operazioni. La significativa differenza positiva fra il valore medio e quello mediano (2,6 miliardi) rivela come il dato medio sia influenzato da valori molto elevati in un numero limitato di anni. In termini relativi, le OPA hanno coinvolto annualmente il 5,9% delle società quotate, movimentando risorse pari all'1,3% della capitalizzazione di borsa.

| | 1992-2018 | | | | 1999-2018 | | | |
|--|-----------|----------------|---------|------------------------------|-----------|----------------|---------|------------------------------|
| | Totale | Media annua | Mediana | Incidenza media annua* | Totale | Media annua | Mediana | Incidenza media annua* |
| | | | | | | | | |
| Numero società oggetto di OPA (target) | 462 | 17,1 | 18,0 | 5,9% | 336 | 16,8 | 17,5 | 5,5% |
| Controvalore (mln di euro a prezzi 2018) | 203404 | 7533 | 2594 | 1,3% | 191054 | 9553 | 4412 | 1,4% |
| Senza OPA residuali | | | | | | | | |
| Numero società oggetto di OPA (target) | | | | | 284 | 14 | 16 | 4,6% |
| Controvalore (mln di euro a prezzi 2018) | | | | | 189044 | 9452 | 4395 | 1,4% |
| * Calcolata rispetto al numero (capitalizzazione) delle società quotate a fine dicembre anno precedente. | | | | | | | | |
| Fonte: Elaborazioni su dati Borsaitaliana. | | | | | | | | |

Restringendo l'analisi ai 20 anni successivi all'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza (dal 1999 al 2018), per i quali si dispone dei dati di ogni singola operazione, si

come corrispettivo obbligazioni emesse contestualmente dalla medesima società e da quotare sul Mercato Telematico delle obbligazioni, sono stati chiariti alcuni presupposti applicativi di tale esenzione.

⁸⁶ In tal senso COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p.102; A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., p.

⁸⁷ V. Comunicazione Consob 8 agosto 2008, n.8076186.

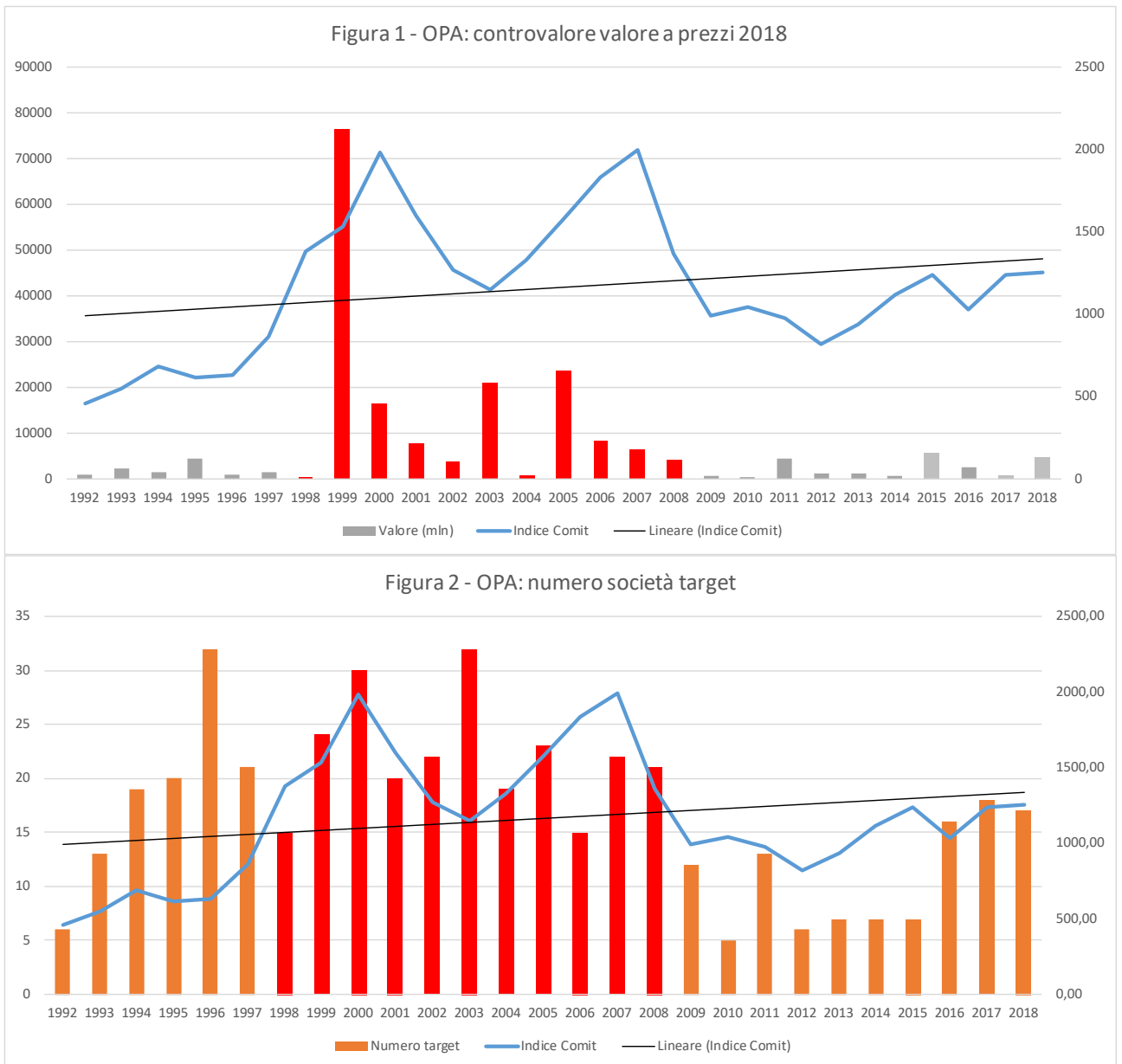
osserva una lievissima riduzione del numero medio annuo di target interessati, soprattutto in termini relativi (l'incidenza sul numero di società quotate scende al 5,5% dal 5,9%), ma un aumento del controvalore di circa 2 miliardi l'anno, sia nel dato medio che in quello mediano, originato tuttavia più dalla crescita delle quotazioni che da una maggiore dimensione delle società bersaglio visto che l'incremento dell'incidenza sulla capitalizzazione si ferma ad un modesto 0,1% (dall'1,3% all'1,4%).

| | Volontarie | | | | Obbligatorie | | | |
|---|------------|-------|---------|-----------|--------------|-------|---------|-----------|
| | Totale | Media | Mediana | Incidenza | Totale | Media | Mediana | Incidenza |
| | | annua | | | | annua | | |
| Numero società oggetto di OPA (target) | 158 | 8 | 6 | 55% | 130 | 7 | 6 | 45% |
| Controvalore (mln di euro a prezzi 2018) | 150970 | 7548 | 1050 | 80% | 38075 | 1904 | 826 | 20% |
| Quota di azioni oggetto di OPA | 58,2% | | | | 39,7% | | | |
| Quota di azioni possedute dal bidder prima dell'OPA | 32,8% | | | | 58,8% | | | |
| La somma fra VOL e OBB può superare il totale Target perché uno stesso target può essere oggetto di OPA volontarie e obbligatorie in contemporanea relative a diverse categorie di azione (es. obbligatoria su ordinarie e volontaria su risparmio) | | | | | | | | |
| Fonte: Elaborazioni su dati Borsaitaliana. | | | | | | | | |

Sempre nel periodo post TUF ben 52 casi su 336 hanno riguardato OPA residuali, la cui eliminazione riduce marginalmente il controvalore complessivo (da 191 a 189 miliardi) per l'ammontare contenuto delle risorse assorbite da questo genere di offerte. In questi stessi anni, le OPA volontarie hanno superato quelle obbligatorie rappresentando il 55% del numero di operazioni, 158 casi contro 130, e ben l'80% del controvalore, 151 miliardi contro 38 (Tabella 2). La marcata differenza di controvalore deriva in parte dalla maggiore dimensione dei target delle OPA volontarie e in parte dalla maggiore quota di capitale oggetto di offerta, in media il 58,2% contro il 39,7%, naturale conseguenza del fatto che, per ovvie ragioni, la quota di azioni posseduta dal bidder prima dell'OPA è molto più alta nelle offerte obbligatorie: in media il 58,8% contro il 32,8%.

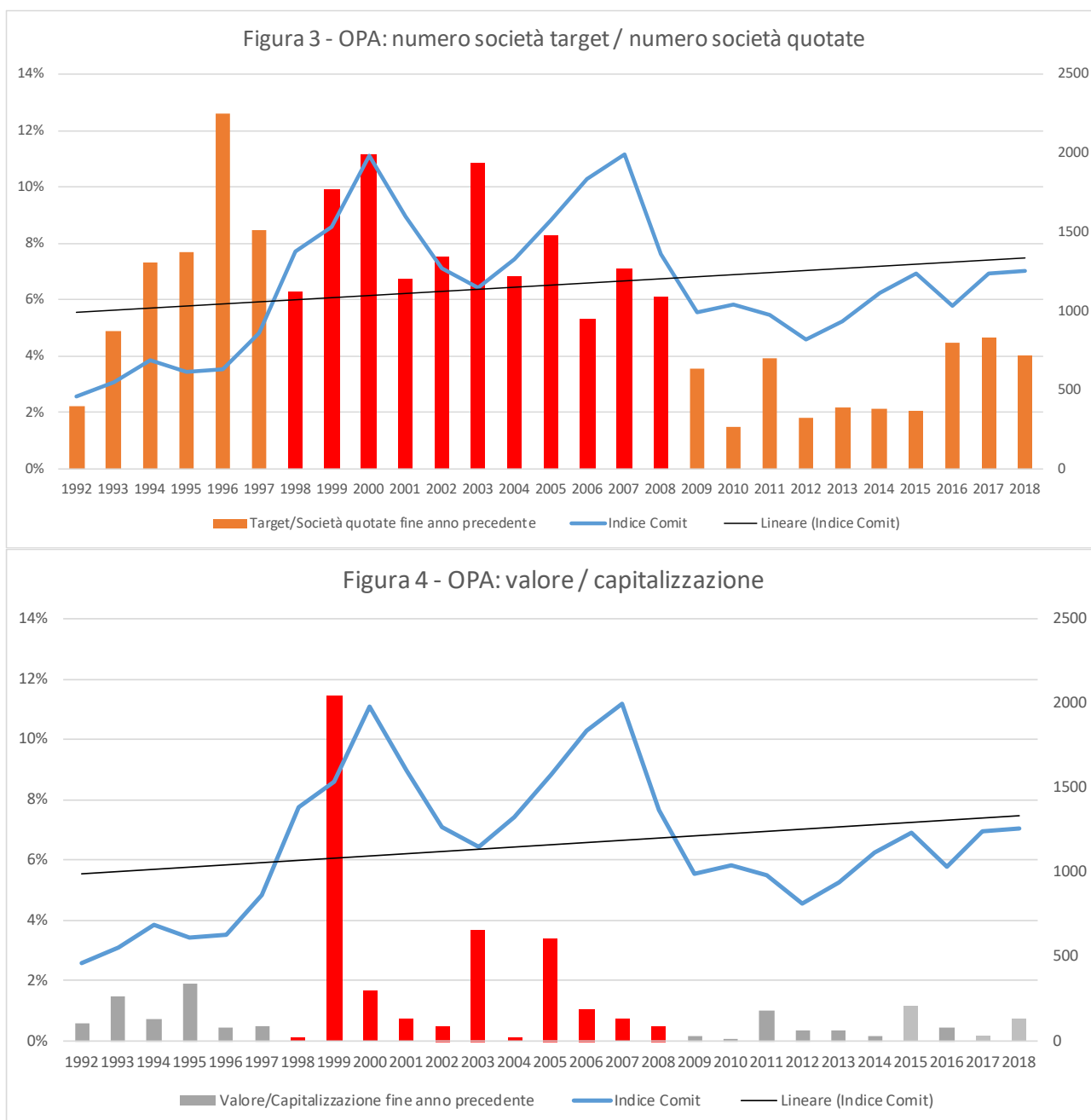
Le Figure 1 e 2 riportano, rispettivamente, il controvalore annuo (a prezzi 2018) e il numero di società target fra il 1992 e il 2018. Nelle due figure è inserito anche l'indice Comit della borsa italiana (media annuale dei valori di fine mese) e la linea di tendenza dello stesso. Le barre colorate in rosso indicano gli anni nei quali le quotazioni giacciono al di sopra della linea di tendenza. Come si può notare, questi anni di alte quotazioni (dal 1998 al 2008) sono anche quelli nei quali più intenso è stato il ricorso alle offerte pubbliche di acquisto, soprattutto in termini di controvalore. Difficile stabilire il rapporto di causalità fra quotazioni e OPA; certo è che il legame fra le due variabili è maggiore guardando ai livelli che non alla loro dinamica visto che la correlazione fra indice Comit e OPA (tanto per controvalore, quanto per numero di target) si ferma al 34% circa. Il picco di controvalore è registrato nel 1999 per effetto dell'OPA su Telecom. Il 1999 rappresenta peraltro l'anno più intenso, per valore, nell'attività di M&A sia negli Stati Uniti che in Europa⁸⁸; le altre "ondate" statunitensi ed europee degli anni 2006-2007 e 2014-15 sono invece poco visibili nei dati italiani.

⁸⁸ ALEXANDRIDIS G., ANTYPAS N., TRAVLOS N. (2017), Value creation from M&As: New evidence, *Journal of Corporate Finance* 45, 632–650. IMAA statistics <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>.



L'asse di destra riporta il controvalore delle OPA in milioni di euro a prezzi 2018 (Figura 1) e il numero delle società target (Figura 2). L'asse di sinistra il valore dell'indice Comit. Fonte: nostre elaborazioni su dati di Borsaitaliana.

Il quadro appena descritto non cambia analizzando il fenomeno in termini relativi, osservando cioè il rapporto fra il numero di società target e il numero di società quotate (a fine anno precedente) e il rapporto fra il controvalore delle OPA e la capitalizzazione di borsa (a fine anno precedente), illustrati nelle Figure 3 e 4. Per queste misure relative, la correlazione con l'indice di borsa si riduce al 25% circa nel caso del numero di target e al 22% nel caso del controvalore.

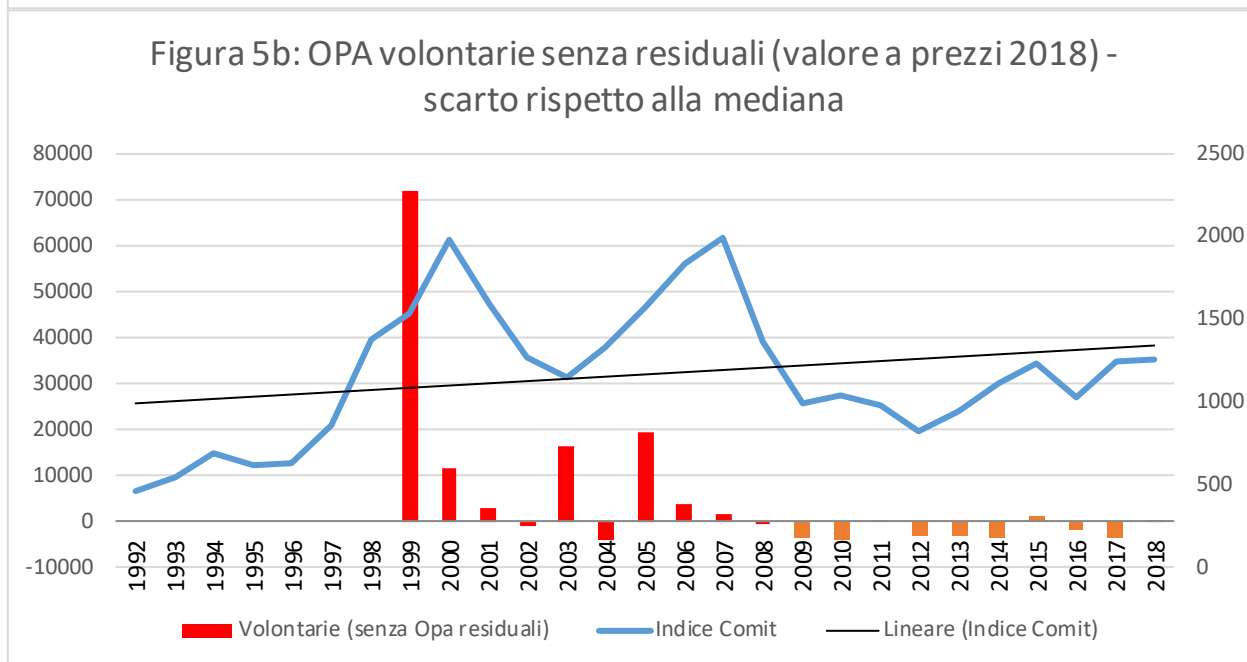
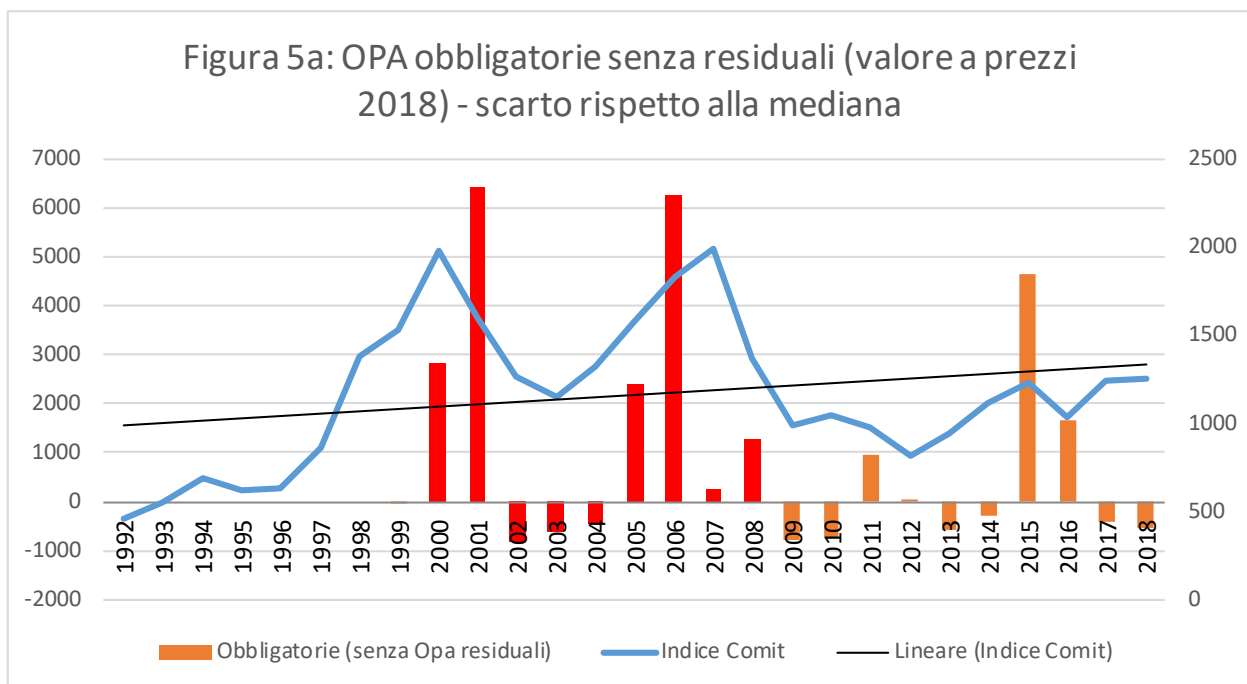


L'asse di destra riporta valori in percentuale. L'asse di sinistra riporta il valore dell'indice Comit. Fonte: nostre elaborazioni su dati di Borsaitaliana.

Un altro elemento da sottolineare è come il volume annuale di OPA dell'ultimo decennio (dal 2009 al 2018) sia inferiore non solo ai valori medi di tutto il periodo ma anche a quelli degli anni pre TUF (dal 1992 al 1997): 3% contro 7% in base all'incidenza delle società target sul totale delle società quotate; 0,5% contro 0,9% in base al rapporto fra controvalore delle offerte e capitalizzazione di borsa.

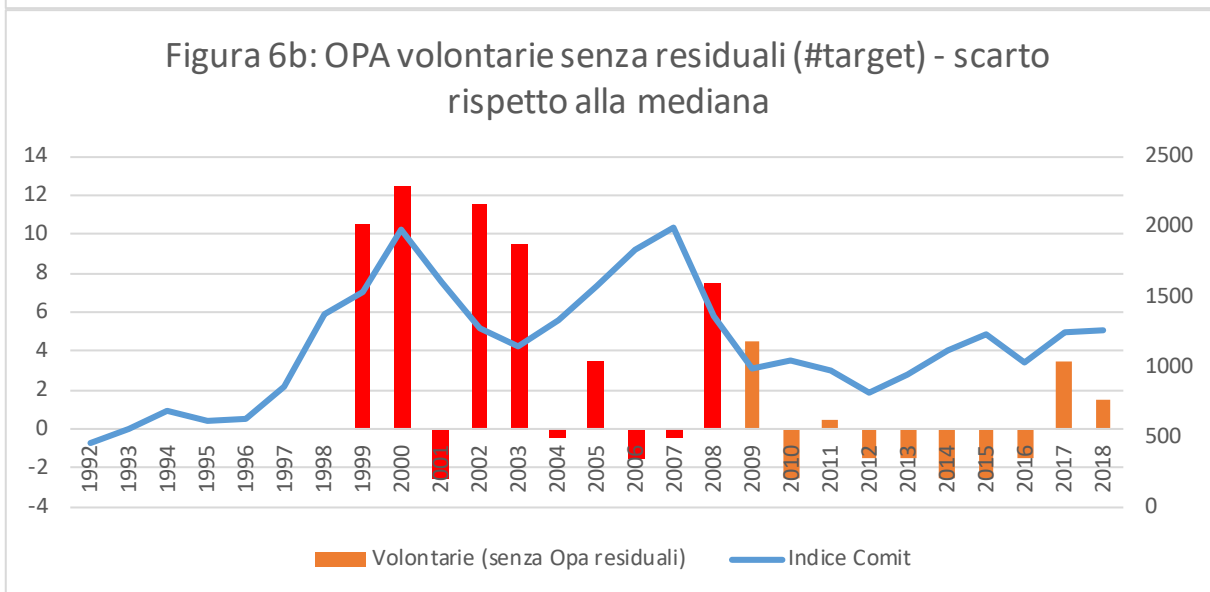
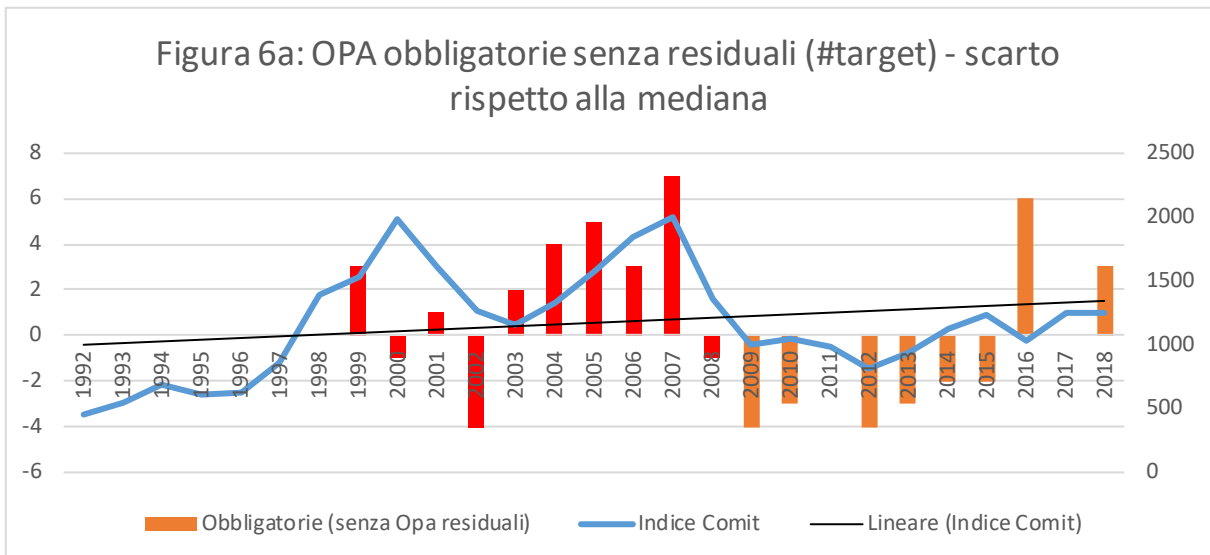
Le Figure 5 e 6 mettono a confronto l'andamento delle OPA obbligatorie e delle OPA volontarie (al netto delle offerte residuali) fra il 1999 e il 2018. Per meglio evidenziare eventuali comportamenti differenziali fra le due categorie, sia il controvalore (a prezzi 2018), sia il numero di società target vengono rappresentati come scarto rispetto al corrispondente dato mediano. Entrambe le modalità di misurazione del fenomeno confermano come l'attività sia stata più intensa nel primo decennio (1999-2008) rispetto al secondo (2009-2018). Il calo è tuttavia più pronunciato nelle OPA volontarie. Per le OPA obbligatorie lo

scarto medio annuo passa da 1,7 miliardi a 400 milioni e da 1,9 a -0,9 società target; per le OPA volontarie si passa da 12 miliardi a -2 miliardi e da 5 a -0,2 società target.



L'asse di destra riporta il controvalore delle OPA in milioni di euro a prezzi 2018 misurato come scarto rispetto al dato mediano. L'asse di sinistra riporta il valore dell'indice Comit. Fonte: nostre elaborazioni su dati di Borsaitaliana.

Nel complesso dei due decenni, l'andamento delle OPA obbligatorie si presenta inoltre più correlato all'andamento dell'indice di borsa di quanto non sia quello delle OPA volontarie: 50,5% contro 25,6% nel caso del controvalore e 51,6% contro 27,2% nel caso del numero di target.



L'asse di destra riporta il numero di target misurato come scarto rispetto al dato mediano. L'asse di sinistra riporta il valore dell'indice Comit. Fonte: nostre elaborazioni su dati di Borsaitaliana.

Come illustrato nei paragrafi precedenti, fra il novembre 2007 e il febbraio 2009 diversi provvedimenti legislativi hanno modificato la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto: il D.Lgs 229 del 19/11/2007 (recepimento della Direttiva Europea), il DL 185 del 29/11/2008 (Decreto Anticrisi), il DL 5 del 10/2/2009 (Decreto Incentivi) e il D.Lgs 146 del 25/2/2009. Difficile accertare un nesso fra questi interventi e la riduzione osservata nelle OPA obbligatorie e ancor più nelle OPA volontarie. Certo è che per quanto riguarda le prime, il D.Lgs 229/2007 ha accresciuto il loro costo prevedendo che il prezzo da offrire fosse non inferiore a quello più elevato pagato nei 12 mesi precedenti la comunicazione ex art. 102 del TUF, cioè il prezzo pattuito per rilevare il controllo, anziché la media fra tale prezzo e la quotazione media ponderata degli ultimi 12 mesi. Per le OPA volontarie si sono accresciute le possibilità di difesa delle società target introducendo la clausola di reciprocità, trasformando da imperativa a opzione statutaria la Breakthrough rule, attenuando la Passivity rule ed eliminando il quorum qualificato per l'approvazione assembleare di misure difensive.

Di norma l'annuncio di una offerta pubblica di acquisto comporta un rialzo nella quotazione della società target. In base ai dati del nostro campione di 289 OPA non residuali annunciate

fra il 1998 e il 2018⁸⁹, nel giorno di diffusione del comunicato stampa, se emesso a Borsa aperta, o nel primo giorno di Borsa aperta successivo, l'azione della società target ha registrato un rendimento anomalo positivo mediamente del 7,8%; il rendimento anomalo medio sale al 13,2% estendendo il periodo di osservazione fino al 25° giorno precedente l'annuncio (Tabella 3). Per rendimento anomalo si intende la differenza fra la variazione percentuale della quotazione dell'azione oggetto di OPA e quella dell'indice settoriale di riferimento.

| | Totale | Volontarie | | Obbligatorie | | |
|---|--------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----|
| | | Valori negativi | Valori negativi | Valori negativi | Valori negativi | |
| Giorno dell'annuncio | 7,3% | 62 | 10,8% | 21 | 2,7% | 41 |
| Dal 25° giorno precedente l'annuncio | 13,2% | 56 | 18,1% | 20 | 6,8% | 36 |
| Numero casi | 289 | | 165 | | 124 | |
| Il giorno dell'annuncio è quello di diffusione del comunicato stampa se emesso a Borsa aperta o il primo giorno di Borsa aperta successivo. | | | | | | |
| Le variazioni di prezzo sono al netto della contestuale variazione dell'indice settoriale. | | | | | | |
| Fonte: Nostre elaborazioni. | | | | | | |

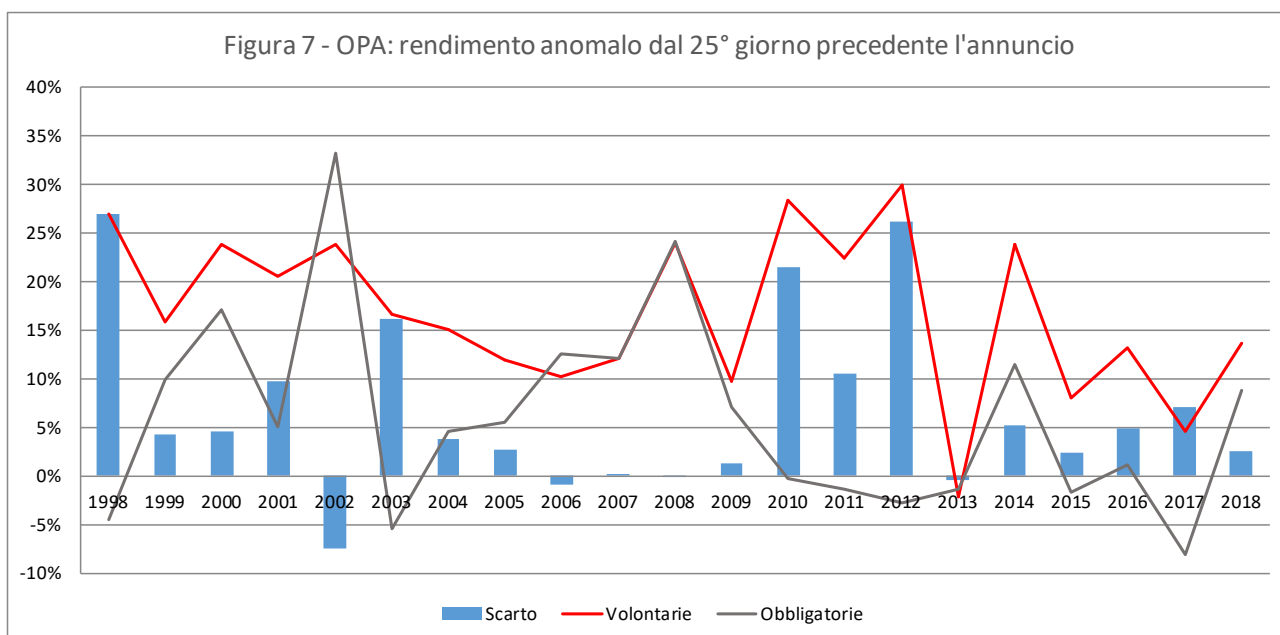
La reazione di mercato è tuttavia molto diversa a seconda della tipologia di OPA. Nelle 165 offerte volontarie i rendimenti anomali sono decisamente superiori a quelli delle 124 offerte obbligatorie: 10,8% contro 2,7% nel giorno dell'annuncio e 18,1% contro 6,8% dal 25° giorno precedente. Lo scarto è anche legato ad una maggiore presenza di rendimenti anomali negativi nei casi di OPA obbligatoria (41 volte contro 21 nel giorno dell'annuncio e 36 volte contro 20 dal giorno -25 al giorno 0) a testimonianza del fatto che i prezzi di offerta nelle obbligatorie deludono, al ribasso, le aspettative del mercato più spesso di quanto non accada nelle volontarie.

I rendimenti anomali risultano mediamente maggiori negli anni con quotazioni elevate (dal 1998 al 2008) rispetto al decennio più recente (2009-2018) durante il quale l'indice di borsa si è mantenuto al di sotto della sua linea di tendenza: si scende infatti dall'8,08% al 5,88% nel giorno dell'annuncio e dal 16% al 7,94% dal 25° giorno precedente. Questa flessione è da attribuire in gran parte alle OPA obbligatorie i cui rendimenti anomali scendono dal 3,94% allo 0,83% nel giorno dell'annuncio e dal 10,5% all'1,34% nell'orizzonte più esteso. Le OPA volontarie registrano invece valori stazionari nel giorno dell'annuncio, passando dal 10,75% al 10,92%, e una contrazione dal 19,56% al 15,11% dal 25° giorno precedente.

La Figura 7 riporta l'andamento del rendimento anomalo di volontarie e obbligatorie nei singoli anni, così come il differenziale fra le prime e le seconde. Per semplicità espositiva viene considerato solo il rendimento anomalo realizzato a partire del 25° giorno precedente l'annuncio dell'OPA. Come si può notare, lo scarto fra volontarie e obbligatorie è prevalentemente positivo anche se estremamente variabile, così come molto variabili sono i rendimenti anomali di entrambe le tipologie di OPA. La variabilità dei "takeover premia" è del resto presente anche sul mercato americano.⁹⁰

⁸⁹ I 289 casi della Tabella 3 superano i 284 casi della Tabella 2 perché le OPA riguardanti più tipologie di azioni di una stessa società target (es. azioni ordinarie e di risparmio) sono conteggiate come più casi nella Tabella 3 e come singolo caso nella Tabella 2. Inoltre, alcuni dei casi della Tabella 2 sono assenti nel campione della Tabella 3 per l'indisponibilità delle informazioni necessarie.

⁹⁰ SIMONYAN K. (2014), What determines takeover premia: An empirical analysis, *Journal of Economics and Business* 75, 93–125.



L'asse delle ordinate riporta valori in percentuale. Fonte: nostre elaborazioni su prezzi di borsa.

9. Conclusioni

Le offerte pubbliche di acquisto (OPA) sono state anche in Italia un fenomeno rilevante tanto in termini dimensionali, quanto per l'attenzione ricevuta sul piano normativo e regolamentare. Possiamo a questo punto osservare come il nostro legislatore, nella logica di conciliare la salvaguardia della contendibilità del controllo (e, conseguentemente, della efficienza del mercato) con la parità di trattamento dei destinatari dell'offerta, abbia tendenzialmente privilegiato quest'ultima, individuando nella stessa uno dei principi cardine della disciplina in materia di OPA e degradando non di rado la contendibilità del controllo ad elemento secondario. Parimenti evidente è come il principio della parità di trattamento, pur essendo non solo riconosciuto ma anche ampiamente normato sia in ambito domestico che nel contesto europeo⁹¹, rappresenti, tuttavia, il risultato di un'evoluzione normativa lunga e travagliata che ha dovuto, tra l'altro, scontare la concentrazione della struttura proprietaria tipica delle nostre società. Una tale tensione è percepibile non solo con riferimento alla regolamentazione delle misure difensive (*passivity rule* e *breakthrough rule*) in ordine alle quali, come si è visto, sono state nel tempo adottate - attraverso frenetici interventi normativi - soluzioni altalenanti che ne hanno decretato la trasformazione da imperative in facoltative e tutto questo al fine di privilegiare i diversi interessi che man mano emergevano in un ordinamento quale è il nostro sul quale il regolatore europeo ha esercitato un impatto sicuramente non trascurabile; ma soprattutto se si guarda alla stessa disciplina dell'Opa obbligatoria in cui, oltre ad essere stato espressamente codificato il requisito della totalitarività dell'offerta, la regolamentazione sia della soglia che del prezzo sembrerebbe aver subito nei vari passaggi legislativi una virata protezionistica, rischiando a tratti di ingessare il mercato del controllo domestico.

⁹¹ La Direttiva - nella sua opera di armonizzazione - all'art.3, primo comma lett.a ha, infatti, imposto agli Stati Membri di garantire la parità di trattamento a tutti i possessori di titoli di una società emittente della medesima categoria al fine di tutelare uniformemente gli interessi degli azionisti di società quotate europee. Principio sostanzialmente già contenuto nell'art.103, comma 1 del Tuf - che anticipava nella sua originaria versione la Direttiva stessa- disponendo che l'offerta debba essere rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto ed altresì ripetuto nell'art. 42 del Regolamento Emittenti in cui ci si richiama ai principi di correttezza e di parità di trattamento dei destinatari dell'offerta che si trovino in identiche condizioni.

Esemplificative in tal senso sono le regole relative al prezzo che nella formulazione attuale sembrerebbero tese ad ottenere una parità piena e perfetta sulla scorta del principio del *best price rule* di matrice europea ed in quanto tali idonee a privilegiare nel contempo sia la parità di trattamento degli azionisti (permettendo loro di godere dell'eventuale premio di maggioranza corrisposto per il passaggio del pacchetto di controllo), sia la tutela delle minoranze cui è stato, peraltro, attribuito un vero e proprio diritto di *exit* in caso di trasferimento del controllo.

Questa evoluzione normativa, unitamente a un inferiore livello medio delle quotazioni azionarie, sono compatibili con l'osservata riduzione sia nel numero e controvalore delle OPA, soprattutto volontarie, nell'ultimo decennio, sia del premio medio riconosciuto nelle OPA obbligatorie rispetto ai prezzi di borsa.

Bibliografia

AIELLO A. (2019), *Commento alla Comunicazione Consob n. 0214548 del 18 aprile 2019*, in *Diritto Bancario*.

ALEXANDRIDIS G., ANTYPAS N., TRAVLOS N. (2017), Value creation from M&As: New evidence, *Journal of Corporate Finance* 45, 632–650.

ANNUNZIATA F. (2017), *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino.

Consob (2000), *Comunicazione DAL/DEM/47878 del 16 giugno*.

Consob (2001), *Comunicazione DAL/DME/1076547 del 9 ottobre*.

Consob (2007), *Comunicazione DEM/7069353 del 25 luglio*.

Consob (2008), *Comunicazione n. 8076186 dell'8 agosto*.

Consob (2012), *Comunicazione n. 12019484 del 16 marzo*.

Consob (2017), *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane – dicembre*.

Consob (2019), *Comunicazione n. 0214548 del 18 aprile*.

COSTI R. (2018), *Il mercato mobiliare*, Torino.

COSTI R. e ENRIQUES L. (2004), *Il mercato mobiliare*, in *Tratt.dir.comm.*, vol.VIII, Padova.

DAVIES P.L., HOPT K. (2017), *Trasferimenti del controllo*, in AA.VV., *The Anatomy of corporate law*, Oxford University Press.

DESANA E. (2000), *OPA e decorrenza della passivity rule: note a margine di una recente vicenda*, in *Giur.it.*.

DISSANAIKEA G., DROBETZB W., MOMTAZC P.P. and ROCHOLLD J. (2018), *How does the Enforcement of Takeover Law Affect Corporate Acquisitions? An Inductive Approach, Working paper*.

DI BRINA L. (1998), *Commento sub art.105*, in *Commentario Alpa- Capriglione*, Padova.

ENRIQUES L. (2009), *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna.

FAUCEGLIA G. (2010), *Commentario all'offerta pubblica d'acquisto*, Torino.

- FERRARINI G. (2019), *Il Testo Unico della finanza 20 anni dopo*, in *Banca d'Italia, Quaderni di ricerca giuridica, A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union? Atti del Convegno Roma, 6 novembre 2018*, agosto, n.86.
- FORNASARI F. (2019), *L'O.p.a. obbligatoria per le società ammesse all'AIM Italia*, in *Giur.comm.*.
- GHEZZI F. e VENTORUZZO M. (2015), *Offerte pubbliche di acquisto*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. ANNUNZIATA, Milano.
- LISANTI M. (1998), *L'abrogazione della L.n.149/1992 fra il Testo Unico della Finanza e la prossima Direttiva UE sulle OPA*, in *Corr.Giur.*.
- MAGLIANO R. (2014), *Il labile confine tra la tutela degli interessi nazionali e "sviamento protezionistico"* in *Dir.comm.int.*.
- MONTALENTI P. (1999), *Opa: la nuova disciplina*, in *Banca, Borsa, Tit.cred.*.
- MUCCIARELLI F.M. (2005), *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'Opa*, in *Giur.comm.*.
- MUCCIARELLI F.M. (2008), *L'attuazione della Direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur.comm.*.
- PICONE L.G. (1999), *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano.
- SIMONYAN K. (2014), *What determines takeover premia: An empirical analysis*, *Journal of Economics and Business* 75, 93–125.
- TOLA M. (2008), *Opa e tutela delle minoranze*, Napoli.
- TRISCORNIA A. (2017), *OPA: reinvestimento del venditore e parità di trattamento*, in *Riv.soc.*.
- TUCCI A. (2015), *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Manuale di Diritto bancario e finanziario*, a cura di F.CAPRIGLIONE, Padova.
- VELLA F. (2002), *Commento sub art.104*, in *Commentario Campobasso*, Torino.



CEFIN Working Papers ISSN (online) 2282-8168

- 81 *Financial fragility across Europe and the US: The role of portfolio choices, household features and economic-institutional setup*, by Brunetti, M., Giarda, E. and Torricelli, C. (April 2020).
- 80 *Birds of a feather flock together and get money from the crowd*, by Venturelli, V., Gallo, G. and Pedrazzoli, A. (December 2019).
- 79 *The effect of the Fed zero-lower bound announcement on bank profitability and diversification*, by Landi, A., Scip, A. and Venturelli, V. (December 2019).
- 78 *Portfolio choice: Evidence from new-borns*, by Arnaboldi, F. and Gioia, F. (October 2019).
- 77 *Behind the success of dominated personal pension plans: sales force and financial literacy factors*, by Marotta, G. (October 2019).
- 76 *Short-term household income mobility before and after the Great Recession: A four country study*, by Casabianca, E.J. and Giarda, E. (June 2019).
- 75 *The impact of Fundamental Review of Trading Book: A preliminary assessment on a stylized portfolio*, by Pederzoli, C. and Torricelli, C. (February 2019).
- 74 *Security-voting structure and equity financing in the Banking Sector: 'One Head-One Vote' versus 'One Share-One Vote'*, by Ferretti, R., Pattitoni, P. and Castelli, A. (January 2019).
- 73 *The Financial Decisions of Immigrant and Native Households: Evidence from Italy*, by Bertocchi, G., Brunetti, M. and Zaiceva, A. (January 2019).
- 72 *Why choosing dominated personal pension plans: sales force and financial literacy effects*, by Marotta, G. (July 2018).
- 71 *Spending Policies of Italian Banking Foundations*, by Pattarin, F. (July, 2018).
- 70 *The Forecasting Performance of Dynamic Factors Models with Vintage Data*, by Di Bonaventura, L., Forni, M. and Pattarin, F. (July 2018).
- 69 *Housing Market Shocks in Italy: a GVAR Approach*, by Cipollini, A. and Parla, F. (April, 2018).
- 68 *Customer Complaining and Probability of Default in Consumer Credit*, by Cosma, S., Pancotto, F. and Vezzani, P. (March, 2018).
- 67 *Is Equity Crowdfunding a Good Tool for Social Enterprises?*, by Cosma, S., Grasso, A.G., Pagliacci, F. and Pedrazzoli, A. (February, 2018).
- 66 *Household Preferences for Socially Responsible Investments*, by Rossi, M.C., Sansone, D., Torricelli, C. and van Soest, A. (February 2018).
- 65 *Market-Book Ratios of European Banks: What does Explain the Structural Fall?*, by Ferretti, R., Gallo, G., Landi, A. and Venturelli, V. (January 2018).
- 64 *Past Income Scarcity and Current Perception of Financial Fragility*, by Baldini, M., Gallo, G. and Torricelli, C. (December 2017).
- 63 *How does Financial Market Evaluate Business Models? Evidence from European Banks*, by Cosma, S., Ferretti, R., Gualandri, E., Landi, A. and Venturelli, V. (May 2017)
- 62 *Individual Heterogeneity and Pension Choices. How to Communicate an Effective Message?*, by Gallo, G., Torricelli, C. and van Soest, A. (April 2017)
- 61 *The Risk-Asymmetry Index*, by Elyasiani, E., Gambarelli L. and Muzzioli, S. (December 2016)
- 60 *Strumenti per il sostegno finanziario di famiglie e microimprese: il caso italiano (Policies to help financially vulnerable Italian households and micro-businesses)*, by Cotterli, S. (December 2016)
- 59 *A test of the Behavioral versus the Rational model of Persuasion in Financial Advertising*, by Ferretti, R., Pancotto, F. and Rubaltelli, E. (May 2016)
- 58 *Financial connectedness among European volatility risk premia*, by Cipollini, A., Lo Cascio, I. and Muzzioli, S. (December 2015)
- 57 *The effectiveness of insider trading regulations. The case of the Italian tender offers*, by Ferretti, R., Pattitoni, P. and Salinas, A. (September 2015)
- 56 *Introducing Aggregate Return on Investment as a Solution for the Contradiction between some PME Metrics and IRR*, by Altshuler D. and Magni, C.A. (September 2015)



- 55 *'It's a trap!' The degree of poverty persistence in Italy and Europe*, by Giarda, E. and Moroni, G. (September 2015)
- 54 *Systemic risk measures and macroprudential stress tests. An assessment over the 2014 EBA exercise*. by Pederzoli, C. and Torricelli, C. (July 2015)
- 53 *Emotional intelligence and risk taking in investment decision-making*, by Rubaltelli, E., Agnoli, S., Rancan, M. and Pozzoli, T. (July 2015)
- 52 *Second homes: households' life dream or wrong investment?*, by Brunetti, M. and Torricelli, C. (May 2015)
- 51 *Pseudo-naïve approaches to investment performance measurement*, by Magni, C.A. (February, 2015)
- 50 *Monitoring systemic risk. A survey of the available macroprudential Toolkit*, by Gualandri, E. and Noera, M. (November 2014).
- 49 *Towards a macroprudential policy in the EU: Main issues*, by Gualandri, E. and Noera, M. (November 2014).
- 48 *Does homeownership partly explain low participation in supplementary pension schemes?*, by Santantonio, M., Torricelli, C., and Urzi Brancati M.C., (September 2014)
- 47 *An average-based accounting approach to capital asset investments: The case of project finance*, by Magni, C.A. (September 2014)
- 46 *Should football coaches wear a suit? The impact of skill and management structure on Serie A Clubs' performance*, by Torricelli, C., Urzi Brancati M.C., and Mirtoleni, L. (July 2014)
- 45 *Family ties: occupational responses to cope with a household income shock*, by Baldini, M., Torricelli, C., Urzi Brancati M.C. (April 2014)
- 44 *Volatility co-movements: a time scale decomposition analysis*, by Cipollini, I., Lo Cascio I., Muzzioli, S. (November 2013)
- 43 *The effect of revenue and geographic diversification on bank performance*, by Brighi, P., Venturelli, V. (October 2013)
- 42 *The sovereign debt crisis: the impact on the intermediation model of Italian banks*, by Cosma, S., Gualandri, E. (October 2013)
- 41 *The financing of Italian firms and the credit crunch: findings and exit strategies*, by Gualandri, E., Venturelli, V. (October 2013)
- 40 *Efficiency and unbiasedness of corn futures markets: New evidence across the financial crisis*, by Pederzoli, C., Torricelli, C. (October 2013)
- 39 *La regolamentazione dello short selling: effetti sul mercato azionario italiano (Short selling ban: effects on the Italian stock market)*, by Mattioli L., Ferretti R. (August 2013)
- 38 *A liquidity risk index as a regulatory tool for systematically important banks? An empirical assessment across two financial crises*, by Gianfelice G., Marotta G., Torricelli C. (July 2013)
- 37 *Per un accesso sostenibile delle Pmi al credito (A sustainable access to credit for SMEs)*, by Marotta, G. (May 2013)
- 36 *The unavoidable persistence of forum shopping in the Insolvency Regulation*, by Mucciarelli, F.M. (April 2013)
- 35 *Rating Triggers, Market Risk and the Need for More Regulation*, by Parmeggiani, F. (December 2012)
- 34 *Collateral Requirements of SMEs: The Evidence from Less-Developed Countries*, by Hanedar, E.H. Broccardo, E. and Bazzana, F. (November 2012)
- 33 *Is it money or brains? The determinants of intra-family decision power*, by Bertocchi, G., Brunetti, M. and Torricelli, C. (June 2012)



UNIMORE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI
MODENA E REGGIO EMILIA

CEFIN

Centro Studi Banca e Finanza

- 32 *Is financial fragility a matter of illiquidity? An appraisal for Italian households*, by Brunetti, M, Giarda, E. and Torricelli, C. (June 2012)
- 31 *Attitudes, personality factors and household debt decisions: A study of consumer credit*, by Stefano Cosma and Francesco Pattarin (February 2012)
- 30 *Corridor implied volatility and the variance risk premium in the Italian market*, by Silvia Muzzioli (November 2011)
- 29 *Internal Corporate Governance and the Financial Crisis: Lessons for Banks, Regulators and Supervisors*, by Gualandri, E., Stanziale, A. and Mangone, E. (November 2011)
- 28 *Are defined contribution pension schemes socially sustainable? A conceptual map from a macroprudential perspective*, by Marotta, G. (October 2011)
- 27 *Basel 3, Pillar 2: the role of banks' internal governance and control function*, by Gualandri, E. (September 2011)
- 26 *Underpricing, wealth loss for pre-existing shareholders and the cost of going public: the role of private equity backing in Italian IPOs*, by Ferretti, R. and Meles, A. (April 2011)
- 25 *Modelling credit risk for innovative firms: the role of innovation measures*, by Pederzoli C., Thoma G., Torricelli C. (March 2011)
- 24 *Market Reaction to Second-Hand News: Attention Grabbing or Information Dissemination?*, by Cervellati E.M., Ferretti R., Pattitoni P. (January 2011)
- 23 *Towards a volatility index for the Italian stock market*, by Muzzioli S. (September 2010)
- 22 *A parsimonious default prediction model for Italian SMEs*, by Pederzoli C., Torricelli C. (June 2010)
- 21 *Average Internal Rate of Return and investment decisions: a new perspective*, by Magni C.A. (February 2010)
- 20 *The skew pattern of implied volatility in the DAX index options market*, by Muzzioli S. (December 2009)
- 19 *Accounting and economic measures: An integrated theory of capital budgeting*, by Magni C.A. (December 2009)
- 18 *Exclusions of US-holders in cross-border takeover bids and the principle of equality in tender offers*, by Mucciarelli F. (May 2009).
- 17 *Models for household portfolios and life-cycle allocations in the presence of labour income and longevity risk*, by Torricelli C. (March 2009)
- 16 *Differential evolution of combinatorial search for constrained index tracking*, by Paterlini S, Krink T, Mitnik S. (March 2009)
- 15 *Optimization heuristics for determining internal rating grading scales*, by Paterlini S, Lyraa M, Pahaa J, Winker P. (March 2009)
- 14 *The impact of bank concentration on financial distress: the case of the European banking system*, by Fiordelisi F, Cipollini A. (February 2009)
- 13 *Financial crisis and new dimensions of liquidity risk: rethinking prudential regulation and supervision*, by Landi A, Gualandri E, Venturelli V. (January 2009)
- 12 *Lending interest rate pass-through in the euro area: a data-driven tale*, by Marotta G. (October 2008)
- 11 *Option based forecast of volatility: an empirical study in the Dax index options market*, Muzzioli S. (May 2008)



UNIMORE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI
MODENA E REGGIO EMILIA

CEFIN

Centro Studi Banca e Finanza

- 10 *Lending interest rate pass-through in the euro area*, by Marotta G. (March 2008)
- 9 *Indebtedness, macroeconomic conditions and banks' losses: evidence from Italy*, by Torricelli C, Castellani S, Pederzoli C. (January 2008)
- 8 *Is public information really public? The role of newspapers*, Ferretti R, Pattarin F. (January 2008)
- 7 *Differential evolution of multi-objective portfolio optimization*, by Paterlini S, Krink T. (January 2008)
- 6 *Assessing and measuring the equity gap and the equity*, by Gualandri E, Venturelli V. (January 2008)
- 5 *Model risk e tecniche per il controllo dei market parameter*, Torricelli C, Bonollo M, Morandi D, Pederzoli C. (October 2007)
- 4 *The relations between implied and realised volatility, are call options more informative than put options? Evidence from the Dax index options market*, by Muzzioli S. (October 2007)
- 3 *The maximum LG-likelihood method: an application to extreme quantile estimation in finance*, by Ferrari D., Paterlini S. (June 2007)
- 2 *Default risk: Poisson mixture and the business cycle*, by Pederzoli C. (June 2007)
- 1 *Population ageing, household portfolios and financial asset returns: a survey of the literature*, by Brunetti M. (May 2007)