



Dipartimento di Economia e Finanza

Cattedra Diritto dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

Corso progredito

OPA nel mercato del controllo societario – Delisting

RELATORE

Prof.ssa Mirella Pellegrini

CORRELATORE

Prof.ssa Paola Lucantoni

CANDIDATO

Dott. Luca Ferrara

Matr. N673441

ANNO ACCADEMICO 2017-2018

A mia Mamma e mia Nonna...per sempre un'unica cosa.

Indice

CAPITOLO I

LA DISCIPLINA DELL'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO.

A. PREMESSA.....	9
B. L'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO. TIPOLOGIE E SOGLIE RILEVANTI.....	9
C. LE PROCEDURE PREVISTE PER IL LANCIO DI UN'OPA, NORME SULLA TRASPARENZA, TECNICHE DI DIFESA E POTERI DELLA CONSOB.....	13
C.1. OBBLIGHI DEGLI OFFERENTI IN CASO DI OPA E LE NORME SULLA TRASPARENZA.	13
C. 2.) I POTERI DELLA CONSOB.....	18
C. 3) TECNICHE DIFENSIVE E LIMITI: PASSIVITY RULE, NEUTRALIZZAZIONE E CLAUSOLA DI RECIPROCITA'.....	25
D. FINALITA' CUI PUO' TENDERE L'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO.	33

CAPITOLO II

IL DELISTING

A. QUOTAZIONE IN BORSA E DELISTING.....	37
B. LE MOTIVAZIONI ALLA BASE DEL DELISTING.....	47
C. GLI EFFETTI ECONOMICO FINANZIARI PROVOCATI DAL DELISTING VOLONTARIO O INVOLONTARIO.....	54
C.1) CONSEGUENZE DEL DELISTING INVOLONTARIO.....	58

CAPITOLO III

ANALISI DI CASI PRATICI

A. IL CASO ESSILOR-LUXOTTICA.....	60
A.1 STORIA, QUOTAZIONE E DELISTING.....	60
B. IL CASO PARMALAT. L'OPA PER DELISTING E CONSEGUENZE NEGATIVE PER GLI AZIONISTI DI MINORANZA.	64
B.1) STORIA E ACQUISIZIONI.	64
B.2) L'OPA A FINI DI DELISTING DI LACTALIS SU PARMALAT.....	65
C. BREVE RIEPILOGO E CONCLUSIONI.	67

BIBLIOGRAFIA

- Annunziata F., La disciplina del mercato mobiliare, Torino, 2010.
- Benedettelli M.V., Offerta pubblica di acquisto e concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario, in Banca, borsa, tit. cred., 2007, I.
- Busani A. e Sagliocca M. Le azioni non si contano, ma si “pesano”, superato il principio one share one vote con l’introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, Le società, riv. Not. 10/2014.
- Bianchi T., Offerta pubblica di acquisto, difficile dire se è ostile o no, in Il Sole 24 Ore, 23 aprile 1999.
- Berruti G.M., Il sistema sanzionatorio nelle funzioni di vigilanza Consob, 2018.
- Chieppa R., Poteri esercitati, procedimento e contraddittorio davanti alle autorità indipendenti, Giuffrè, 2016.
- Costi R., Il governo delle società quotate tra ordinamento dei mercati e diritto delle società, in Dir. Comm.. Int., 1995.
- Consob, comunicazione n. DEM/8076186 dell’ 8 agosto 2008.
- Comunicazioni Consob nn. DEM /8095683 DEM/ 8095703 del 17 ottobre 2008 consultabile su www.consob.it.
- Consulich F., Mucciarelli F., “Informazioni e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa sugli abusi di mercato”, in Società, 2016.
- Campobasso G., Diritto delle società, Vol. II, UTET, 2015.
- Del Giudice A., Going Private transactions, Perché le società abbandonano la borsa., Edizioni a stampa, 2012.

- Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) e successive modifiche.
- Davies P., Gower and Davie's Principles of Modern Company Law, London, 2008.
- Enriques, Le opa preventive nel TUF in materia di intermediazione finanziaria: un primo commento in Giur. Comm., 1999,I.
- Enriques L., Mercato del controllo societario e tutela degli investitori, ed. Il Mulino 2003.
- Enriques L., Quale disciplina per le acquisizioni ostili?, in Riv. Mercato e concorrenza, 1999.
- Ferrarini G., Le difese contro le opa ostili. Analisi economica e comparazione, in Rivista delle Società, 2000.
- Ferguson Niall, Ascesa e declino del denaro. Una storia finanziaria del mondo, Mondadori, 2009.
- Fidanza B., Morresi O., Pezzi A., The decision to Delist from the Stock Market, Theory and empirical Evidence of going private, Palgrave Macmillan, 2018.
- Giordano L., Modena M.,Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle piccole e medie imprese”, in Discussion Papers Consob, /settembre 2017, in www.consob.it
- Gilson R. J. – Black B.S., The Law and Finance of corporation Acquisitions, New York, 1995.
- Gilson R.J., Unlocal Fifteen Years Later, Working Paper n. 117, Columbia Law School, 2000.
- Geranio M., I delisting dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze, Paper 7/4, Newfin, Università Bocconi Milano, 2004.

- Geranio M., Zanotti: Equity G Markets Do Not Fit at all: an Analysis of Public-to-private Deals in Continental Europe, European Financial Management, 2012.

- Hamid Mehran Stavros Peristiani; Review of Financial Studies, “2010, Vol. 23 ; Issue 2, Economic Papers: Financial Visibility and the decision to go private.

- Jonathan Macey, Maureen O’ Hara, David Pompilio; down and Out in the Stock Market : the Law and Economics of the Delisting Process; Journal of Law and Economics, University of Chicago Press, Vol. 51, 2008.

- Lisanti M., Quale tutela per gli azionisti di minoranza?

- Marris R., La teoria economica del capitalismo manageriale, Trad. ita Einaudi, Torino 1972.

- Mosca C., Obblighi degli offerenti e poteri interdittivi. Commento art. 102 TUF in P. Marchetti, L.A. Bianchi (a cura di). La disciplina delle società quotate, Milano 1999. (Voce aggiornata nel 2014).

- Mosca C., Azione di concerto e opa obbligatoria, ed. Egea, 2013.

- Mosca C., “Comunicazione selettiva degli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato”, in Riv. Società, 2018.

- Palmieri M., Commento all’art. 99 TUF, Giappichelli, 2012.

- Cit. Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR market Abuse Regulation) in www.documenti.camera.it/leg.18/.../FIOO26.pdf

- Relazione Consob per l’anno 2017, consultabile su www.consob.it.

- Reisberg A., Article 11: Market soundings, in market abuse regulation: Commentary and annotated guide. Ed. Ventoruzzo, Oxford, 2017, pag. 306. In cui si evidenzia come tale disposizione citata

- Romagnoli G., Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, CEDAM, 1996.

- Rondinelli M., La disciplina dell'offerta pubblica di acquisto.-Parte IV.-Titolo II.-Capo II- Le offerte obbligatorie.-Sezione II. –Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie.- art.106 TUF.- Offerta pubblica di acquisto totalitaria in Le nuove leggi civili commentate-2010, Vol. 33-Fascicolo 1.

- Rabitti Dedogni C., offerta pubblica di acquisto e mercato, Roma, 1999.

- Remboog L.D.R., & Simons, T. (2005)- Public to Private Transaction LBOs, MBOs and TBOs; Center Discussion Paper, Tiburg: Finance.

- Weigman, articolo 107. Offerta pubblica di acquisto preventiva, in Testo unico della finanza (d. lg. 24 febbraio 2008, n. 58). Commentario diretto da Campobasso, II, Torino, 2002.

SITI CONSULTATI

- <https://argomenti.ilsole24ore.com>
- www.borsaitaliana.it
- www.bafin.de
- www.clearygottlieb.com
- www.consob.it
- www.documenti.camera.it/leg.18/.../FIOO26.pdf
- www.dirittobancario.it
- www.wikipedia.it
- www.luxottica.it
- www.parmalat.it

CAPITOLO I

LA DISCIPLINA DELL'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO.

A. PREMESSA.

Il presente elaborato si propone di analizzare il fenomeno del delisting, inteso come la fuoriuscita di una società quotata dal mercato azionario¹. Esso può essere promosso per varie finalità, sia di carattere positivo (risanamento della società) che negativo (attività meramente speculativa attraverso anche il cd. insider trading). Si tratta di una operazione attuabile anche tramite offerta pubblica di acquisto; ne deriva la necessità di giungere a comprendere in che modo un'opa possa determinare modifiche di tipo finanziario con conseguenze sul mercato (ad esempio generando concentrazioni proprietarie) e sugli azionisti di minoranza (che da tali dinamiche potrebbero essere lesi nei loro interessi, percependo utili nettamente inferiori rispetto al prezzo di acquisto dei titoli). Da qui la necessità di una disamina della normativa che disciplina l'opa e delle varie tipologie di offerte pubbliche di acquisto previste dal legislatore. Si procederà, poi, al vaglio delle ragioni che spingono una società alla quotazione in borsa e che, venute meno, possono condurre la società stessa a determinarsi per la fuoriuscita dal mercato azionario. Infine, si analizzeranno alcuni casi di delisting nel mercato italiano.

B. L'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO. TIPOLOGIE E SOGLIE RILEVANTI.

Per offerta pubblica di acquisto si intende : " ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari [...] non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari" (art. 1 comma 1, lettera V, d.lgs. 58/98)².

Dal dettato normativo possono desumersi i caratteri dell'opa che, dunque, costituisce una sollecitazione al disinvestimento da parte di un soggetto, persona fisica o giuridica, nei

¹ Cit. Fidanza B., Morresi O., Pezzi A., The decision to Delist from the Stock Market, Theory and empirical Evidence of going private, Palgrave Macmillan, 2018, pag. 1.

² Cit. Art.1 comma 1, lettera v) del Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF).

confronti di una società quotata. In sostanza si invitano gli azionisti di una società o a vendere le proprie azioni ad un prezzo stabilito, ovvero a tenerle, eventualmente entrando a far parte della nuova società, nel caso in cui l'opa/s dovesse determinare un significativo cambiamento degli " assetti proprietari"³. La norma citata evidenzia anche il sostanziale divieto di promuovere offerte pubbliche di acquisto relativamente a titoli emessi dalle banche centrali nazionali. Stabilito che l'opa è un'offerta pubblica e che trova il suo ambito di applicazione :” [...] alle società italiane con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani” (Art. 105 TUF)⁴, essa si diversifica sotto vari aspetti.

Occorre differenziare, infatti l'opa dalla ops e dall'opas; inoltre, sotto il profilo della volontarietà o meno, si differenzia tra opa volontaria e obbligatoria, e ancora tra opa amichevole od ostile a seconda dell'allinearsi del cda della società bersaglio all'offerta o meno (in tal caso verranno promosse azioni difensive nei limiti (superabili) delle regole del passivity rule⁵, della neutralizzazione e della clausola di reciprocità) del soggetto promotore dell'offerta.

Infine, tenuto conto delle citate differenze e delle soglie stabilite ex lege, si diversificherà tra opa preventiva, successiva totalitaria e residuale. La disamina di questi aspetti non è peregrina alla presente ricerca dato che l'acquisizione di quote societarie, ad esempio, maggiori del 95% possono determinare il diritto dell'offerente all'acquisto coattivo delle azioni residue, tramite delisting delle stesse dal mercato (Art. 111 TUF sul diritto di acquisto, cd. squeeze-out).

Come accennato, nonostante siano accomunate nella definizione legislativa dell'art. 1 del TUF, occorre distinguere tra opa (offerta pubblica di acquisto), ops (offerta pubblica di scambio) e opas (offerta pubblica di acquisto e scambio)⁶. Sono tutte modalità tramite cui pervenire al rafforzamento dell'influenza o all'acquisizione del controllo della società bersaglio ma, mentre nella prima tipologia l'acquisto del pacchetto azionario (e dei diritti di voto) avviene con la liquidazione in danaro del valore dell'azione, nel secondo caso l'operazione avviene senza investire capitali ma semplicemente proponendo le azioni dell'offerente agli azionisti della società emittente. L'ultima fattispecie è a metà strada tra le due opzioni viste e si determina con il pagamento in parte in danaro ed in parte con lo scambio di azioni da parte dell'offerente.

³ Cit. Campobasso G., Diritto delle società, Vol. II, UTET, 2015.

⁴ Cit. Art. 105 del d.lgs. 58/98 (TUF).

⁵ Art. 104 TUF in commento su :”Amendments to the Regulation of Takeover Bids- Passivity Rule Once Again in Force (with Opt-out Mechanism), www.clearygotlieb.com, 2009.

⁶ Cit. <https://argomenti.ilsole24ore.com/.../opas...>

L'opa può, poi, essere obbligatoria o volontaria.

In particolare l'art. 106 comma 1 del TUF regola l'opa obbligatoria totalitaria, che scatta nel momento in cui: "Chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento", in tal caso l'oblatore deve promuovere un'opa nei confronti di tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli⁷.

Il comma 3 delinea l'opa obbligatoria di consolidamento, che sorge a seguito di acquisti superiori al 5% o alla maggiorazione dei diritti di voto maggiore del 5% da parte di chi già detiene la partecipazione idonea all'obbligo di opa obbligatoria totalitaria ma senza detenere la maggioranza dei diritti di voto dell'assemblea ordinaria.

L'art. 108 commi 1 e 3 del TUF contemplano l'opa obbligatoria residuale che si configura nel momento in cui l'offerente giunga ad avere una partecipazione pari al 95%, soglia oltre la quale ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta, pagando un corrispettivo corrispondente a quello dell'opa precedente, di modo da garantire la possibilità di non adesione agli azionisti di minoranza. Il comma 2 della medesima disposizione specifica altresì che chiunque venga a detenere una partecipazione maggiore del 90 % (anche non a seguito di opa) deve acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta a meno che non ripristini un adeguato flottante per il regolare andamento delle negoziazioni entro novanta giorni⁸.

Altra fattispecie in cui sorge l'obbligo di opa è sancita ex art. 109 TUF; laddove si delinea l'acquisto di concerto: "Sono solidalmente tenuti agli obblighi previsti dagli articoli 106 e 108 le persone che agiscono di concerto quando vengano a detenere, a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate nei predetti articoli. I medesimi obblighi sussistono in capo a 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"

Infine, l'obbligo di lanciare un'opa scaturisce nel caso in cui l'offerente venga a detenere, a seguito di offerta pubblica totalitaria, una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata. In tal caso ha diritto

⁷ Cit Rondonelli M., La disciplina dell'offerta pubblica di acquisto.-Parte IV.-Titolo II.-Capo II- Le offerte obbligatorie.-Sezione II. -Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie.- art.106 TUF.- Offerta pubblica di acquisto totalitaria in Le nuove leggi civili commentate-2010, Vol. 33-Fascicolo 1-pagg. 129-132.

⁸ Cit. art. 108 TUF, cui si rimanda per la disamina dettagliata della norma.

di acquistare i titoli residui entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto. Qualora siano emesse più categorie di titoli, il diritto di acquisto può essere esercitato soltanto per le categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novantacinque per cento" (art 111 TUF).

Differente è, invece, l'opa volontaria preventiva di cui all'art. 107 TUF, che pone varie condizioni per la sua promozione, tra cui che l'offerta deve avere ad oggetto almeno il 60% dei titoli di ciascuna categoria (requisito quantitativo), rispetto dei limiti agli acquisti rilevanti, prima, durante e dopo il lancio di un'offerta, la richiesta dell'approvazione da parte della maggioranza dei soci ad esclusione delle partecipazioni detenute dall'offerente e dai soci di maggioranza se la sua partecipazione sia superiore al 10%; l'approvazione da parte della Consob previa verifica dell'assenza di acquisti prima e durante l'offerta, nonché dell'approvazione da parte della maggioranza dei soci di minoranza, infine c'è il divieto di deliberare operazioni di fusione o scissione da parte dell'emittente entro i dodici mesi successivi alla chiusura dell'offerta (requisito della non strumentalità dell'offerta preventiva rispetto ad operazioni societarie di riorganizzazione)⁹. Come da taluno evidenziato¹⁰, invero, il carattere dell'obbligatorietà non sembra escluso dalla volontarietà dell'opa poiché anche un'offerta totalitaria può essere lanciata preventivamente per decisione volontaria dell'offerente anziché in ottemperanza di un obbligo legale.

Ratio dell'istituto sembrerebbe risiedere nell'evitare il rischio di lasciare che l'opa successiva totalitaria sia l'unico strumento per acquisire il controllo di diritto di una società quotata con effetti negativi sulla contendibilità del controllo. L'art 107 facilita il ricambio del controllo stesso alleggerendo l'onere finanziario dell'operazione per l'offerente senza diminuire le garanzie per gli azionisti di minoranza a fronte di condotte elusive posti da chi cede o acquista il controllo¹¹.

Tale disciplina è stata significativamente incisa dalla l. 116 dell'11 agosto 2014 (cd. Decreto Competitività)¹² che, prevedendo la maggiorazione dei diritti di voto ha implicato conseguenze anche sulle soglie di obbligatorietà dell'opa. Esse si configurano non già al

⁹ Cit. Consob, comunicazione n. DEM/8076186 dell' 8 agosto 2008.

¹⁰ Cit. Weigman, articolo 107. Offerta pubblica di acquisto preventiva, in Testo unico della finanza (d. lg. 24 febbraio 2008, n. 58). Commentario diretto da Campobasso, II, Torino, 2002, p.925.

¹¹ Cit. Enriques, Le opa preventive nel TUF in materia di intermediazione finanziaria: un primo commento in Giur. Comm., 1999,I, pag. 172.

¹² Cit. Busani A. e Sagliocca M. Le azioni non si contano, ma si "pesano", superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, Le società, riv. Not. 10/2014.

semplice raggiungimento del 30% delle partecipazioni societarie ma al maturarsi di una percentuale dei diritti di voto pari al 30%. Tali grandezze possono, dunque, essere diverse. Da questa rapida panoramica del contesto normativo di riferimento sulle tipologie di opa può desumersi che, da un lato, il legislatore ha determinato meccanismi volti a favorire il ricambio degli assetti proprietari delle società quotate sancendo i casi in cui l'opa è dovuta, ipotesi in cui c'è esenzione e, soprattutto la facilitazione al ricambio tramite la maggiorazione dei diritti di voto (decreto competitività); dall'altro si è premurato di fornire una dettagliata serie di indicazioni volte a favorire sia il buon funzionamento del mercato che la tutela degli azionisti di minoranza. Sono, infatti, stabilite precise norme sulla procedura, obblighi informativi volti alla trasparenza, tecniche di difesa approntate a favore dell'emittente onde evitare scalate ostili, sebbene nei limiti, pur forzabili, degli accennati controllimiti posti dal passivity rule, dalla neutralizzazione e della reciprocità. E ciò proprio in considerazione del fatto che l'acquisto di partecipazioni rilevanti in società quotate determina modifiche dell'assetto proprietario, relativamente al quale la trasparenza della composizione della compagine azionaria e delle effettive posizioni di potere acquista pregnanza, anche per assicurare il regolare funzionamento della borsa.¹³[13]

C. LE PROCEDURE PREVISTE PER IL LANCIO DI UN'OPA, NORME SULLA TRASPARENZA, TECNICHE DI DIFESA E POTERI DELLA CONSOB.

C.1. OBBLIGHI DEGLI OFFERENTI IN CASO DI OPA E LE NORME SULLA TRASPARENZA.

La prudenza del legislatore in ordine agli effetti economico-finanziari delle offerte pubbliche di acquisto è ben visibile nella disciplina prescritta all'oblato in relazione al lancio dell'opa.

L'art. 102 TUF determina la necessità di seguire una prassi procedurale, sanzionabile in caso di violazione, che garantisce la trasparenza delle operazioni di mercato, rimandata alla supervisione della Consob. Sia in caso di opa volontaria che obbligatoria, l'offerente ha, in primis, l'obbligo di comunicare tempestivamente alla Consob tale decisione. Essa viene, poi, resa pubblica e, dunque, conosciuta anche dal consiglio di amministrazione o gestione

¹³ Cit. Campobasso G., Diritto delle società, Vol. 2, 2015.

dell'emittente e dell'offerente, che ne informano i rispettivi rappresentanti dei lavoratori o i lavoratori stessi in mancanza dei primi¹⁴.

L'offerente deve procedere all'opa entro massimo venti giorni dalla comunicazione.

Successivamente l'oblato deve presentare alla Consob un documento di offerta il cui contenuto deve essere idoneo a consentire ai destinatari un fondato giudizio sull'offerta stessa. Se, infatti, dovesse porsi carente sotto tale profilo, è la stessa Consob ad indicare all'offerente le integrazioni da effettuare¹⁵.

Il mancato rispetto del termine di presentazione dell'opa determina l'irricevibilità del documento di offerta e l'impossibilità di promuovere una nuova opa sugli stessi titoli nei dodici mesi seguenti, inoltre è sempre la Consob che entro quindici giorni dal ricevimento del documento lo deve approvare ovvero indicare, come accennato, entro trenta giorni, eventuali integrazioni delle informazioni all'offerente, a meno che non vi sia necessità di procedere all'acquisizione di informazioni suppletive. In tal caso i termini vengono sospesi per una sola volta e fino all'acquisizione delle stesse (e comunque non oltre quindici giorni dalla sospensione).

Se vi è la necessità di ottenere delle autorizzazioni di altre autorità, allora la Consob approva il documento entro i cinque giorni successivi all'autorizzazione¹⁶.

Una volta pubblicato il documento viene trasmesso al consiglio di amministrazione dell'emittente, che, ex art. 103 TUF, diffonde un comunicato contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e la propria valutazione sulla stessa. Si tratta di una comunicazione degli effetti che l'eventuale successo dell'opa avrà sugli interessi dell'impresa. E' dunque, alla luce di tali informazioni che il consiglio di amministrazione può risolversi per un'opa amichevole ovvero ostile, ponendo, se dal caso, tecniche di difesa idonee ad arginare scalate sgradite.

Quanto ai caratteri dell'offerta, questi sono delineati nella citata norma, che prescrive l'irrevocabilità della stessa e pone il principio della parità di condizioni per tutti i titolari di prodotti finanziari, sempre nell'ottica della trasparenza delle operazioni di acquisizione societaria.

Le disposizioni enumerate evidenziano, da un lato, la necessità che le opa vengano promosse in tempi brevi e dall'altro che, pur nella rapidità delle dinamiche di mercato sia

¹⁴ Mosca C., Obblighi degli offerenti e poteri interdittivi. Commento art. 102 TUF in P. Marchetti, L.A. Bianchi (a cura di). La disciplina delle società quotate, Milano 1999, pag. 182 ss. (Voce aggiornata nel 2014).

¹⁵ Art. 102 Tuf cui si rinvia per la disciplina in dettaglio.

¹⁶ Enriques L., Mercato del controllo societario e tutela degli investitori, ed. Il Mulino 2003, pag. 27.

consentito agli azionisti dell'emittente ed alla stessa società bersaglio di vagliare la correttezza e trasparenza delle operazioni oltre che la loro convenienza.

Le esigenze di trasparenza sono state percepite anche a livello comunitario, soprattutto in relazione alla possibilità che dietro offerte pubbliche di acquisto possano celarsi operazioni speculative (si pensi al già segnalato insider trading) implicanti turbamenti del mercato.

Recente, al riguardo, è il d. lgs. 10 agosto 2018, n. 107 in attuazione della legge di delegazione europea del 25 ottobre 2017 relativa al Regolamento (UE) n. 596/14 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 (MAR) che si completa con la disciplina della direttiva 2014/57/UE (MAD II).

Si tratta formalmente di una operazione di riordino di modo da eliminare disposizioni già implicitamente abrogate e, tramite la (discutibile) tecnica del rinvio, sostituire le previsioni del TUF coinvolte con quelle del MAR¹⁷. .

Dal reticolato normativo si desume come l'attività di vigilanza è focalizzata all'individuazione, prevenzione e sanzione degli abusi di mercato.

Gli interventi più rilevanti per la presente indagine, sono quelli che hanno avuto ad oggetto la definizione di insider trading e di manipolazione del mercato, poiché, come accennato, anche attraverso l'opa e il delisting è possibile mascherare operazioni speculative a danno del mercato e degli azionisti di minoranza utilizzando informazioni privilegiate.

Con riferimento alla manipolazione del mercato, si è operata l'estensione alle operazioni OTC, ovvero concluse su MTF o OTF, e la focalizzazione su algo-trading ed HFT (la cui operatività si realizza su più luoghi di negoziazione, cd. trading venue).

Sino al 2005, la repressione delle due principali figure di condotte abusive nell'ambito dei mercati finanziari (l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato) era affidata al nostro ordinamento solo ai delitti ex artt. 184 e 185 del TUF all'epoca in vigore. Con l'art. 9 della legge 18 aprile 2005, n. 62, emanata in adeguamento alla direttiva 2003/6/CE, il legislatore nazionale ha adottato formalmente la tecnica della tipizzazione sovrapponibile del fatto penale-criminale e del fatto illecito amministrativo. Tale congruenza sembra essere stata consapevolmente messa in conto dal legislatore, che ha dato per scontata la sanzionabilità (penale e amministrativa) dei medesimi fatti storici. Questa può desumersi dall'identica clausola di apertura delle norme che prevedono i due illeciti amministrativi ("salvo che il fatto non costituisca reato"), nonché dalla norma ex art. 187-terdecies, a tenore della quale : "quando per lo stesso fatto è stata applicata a

¹⁷ Cit. Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR market Abuse Regulation) in www.documenti.camera.it/leg.18/.../FIOO26.pdf

carico del reo o dell'ente una sanzione amministrativa pecuniaria [...], la esazione della pena pecuniaria e della sanzione pecuniaria dipendente da reato è limitata alla parte eccedente quella riscossa dall'Autorità amministrativa”.

Il bene giuridico tutelato dalle fattispecie amministrativa e penale: “è l'integrità del mercato, sotto l'aspetto del regolare andamento delle contrattazioni, della correttezza e trasparenza delle operazioni che vi si svolgono, della regolare formazione dei prezzi, della par condicio informativa tra i soggetti che vi partecipano come condizione essenziale della regolare formazione dei prezzi in quanto costituenti sintesi ultima delle informazioni disponibili tenuto conto dell'attitudine espansiva del pregiudizio subito dal mercato in quanto destinato a coinvolgere un numero indeterminato di persone. Pacifico infatti che la norma voglia evitare che qualcuno dei potenziali partecipi al mercato possa avvantaggiarsi della propria condizione informativa — cioè delle informazioni commercialmente utili che possiede in ragione della sua posizione - a discapito degli altri”.¹⁸

Con riguardo alla relazione che si crea nell'ambito degli abusi di mercato tra la vigilanza preventiva del fenomeno patologico, prevalentemente regolamentare ed informativa, e quella successiva di carattere sanzionatorio, bisogna osservare, come segnalato da taluni¹⁹, che:” gli strumenti di prevenzione dell'abuso di mercato rappresentati dall'insider list e dall'obbligo di comunicazione senza indugio al pubblico dell'informazione privilegia esplicano, nei confronti del potenziale “abusatore”, un'efficacia prevalentemente deterrente o di eliminazione in radice delle potenzialità di lucro. Tuttavia l'illecito, una volta commesso, reca immanente un danno al bene dell'integrità del mercato a cui non è possibile rimediare altrimenti neppure con altri interventi di vigilanza, con l'effetto che l'esercizio del potere sanzionatorio, oltre che necessitato e doveroso, rappresenta pressoché l'unico strumento di efficacie realizzazione della tutela del bene ultimo del pubblico risparmio”.

Invero, il nuovo contesto normativo si pone in un certo qual modo ambiguo sotto il profilo della tutela della correttezza del mercato. Da un lato, infatti, si amplia l'ambito di operatività della nozione di informazioni privilegiate, dall'altro si dettano indici per la loro individuazione che sono caratterizzati da una estrema genericità²⁰.

¹⁸ Cit. Trib. Milano, Sez. III-sent. 25 ottobre 2006- Giud. Mambriani.

¹⁹ Cit. Berruti G.M., Il sistema sanzionatorio nelle funzioni di vigilanza Consob, 2018, pag. 10 ss.

²⁰ Cit. Mucciarelli F., “Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina. Osservazioni a prima lettura sul decreto legislativo 10 agosto 2018 n. 107”, in Diritto Penale Contemporaneo, pag. 10.

Più in dettaglio, il MAR ha specificato svariati obblighi di informazione ai fini della trasparenza delle operazioni di borsa, ha esteso la disciplina sulle informazioni privilegiate e modificato anche il tema dell'acquisto delle azioni proprie²¹ e della manipolazione del mercato.

L'attuale definizione di "informazione privilegiata" viene sancita non più dall'abrogato²² art. 181 TUF (ex art. 4, comma 4, del d. lgs. 107/2018), bensì, tramite rinvio, dall'art. 180 comma 1 lett. b-ter) del TUF all'art. 7, paragrafi da 1 a 4, del Regolamento UE n. 596/2014²³, il cui contenuto non è sovrapponibile a quello della disposizione abrogata e regola anche situazioni peculiari quali la formazione progressiva dell'informazione privilegiata all'interno di un processo prolungato²⁴, nonché ipotesi di trasmissione dell'informazione dal cliente alla persona incaricata dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari.

Se, dunque, da una parte la disciplina europea ha esteso la punibilità di condotte che non rientravano nelle ipotesi sanzionabili in precedenza, manifestando esigenze di tutela del mercato e degli investitori più profonde, dall'altra l'ampliamento di questo controllo sembrerebbe inficiata da una dilatazione del favor rei in tema di acquisto di azioni proprie (art. 13 MAR) e, più in generale, (art. 11 MAR) dalla possibilità che il semplice rispetto di certe formalità procedurali renda legittime condotte invece non auspicabili per la trasparenza delle negoziazioni in borsa²⁵.

²¹ Cit. Consulich F., Mucciarelli F., "Informazioni e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa sugli abusi di mercato", in Società, 2016, pagg. 179 ss. Ratio della norma è assicurare che una società, quando acquista azioni proprie dai soci, ovvero quelle delle società controllate, non privilegi talune rispetto alle altre né per quantità né per la determinazione del prezzo.

²² Invece la vecchia formulazione dell'art. 181 TUF individuava come informazione privilegiata una "informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari". In Codice Civile, I Blu Giuffrè, 2015.

²³ Cit. Art 7 Regolamento UE n. 596/2014 in <https://eur-lex.europa.eu/legal.../TXT/...>

²⁴ Si vedano, ad esempio, al riguardo, le direttive interne di adeguamento alla disciplina comunitaria del Gruppo Il sole 24ore, in cui si dettagliano le nozioni di "carattere preciso" dell'informazione privilegiata anche nel caso in cui si tratti di un processo prolungato nel tempo, e di "effetto significativo sui prezzi" qualora l'informazione si formi in un processo duraturo, in www.gruppo24ore.ilsole24ore/ regolamento interno per la gestione ed il trattamento delle informazioni privilegiate per la comunicazione all'esterno di documenti e informazioni, del 19 aprile 2018.

²⁵ Cit. Reisberg A., Article 11: Market soundings, in market abuse regulation: Commentary and annotated guide. Ed. Ventoruzzo, Oxford, 2017, pag. 306. In cui si evidenzia come tale disposizione citata estende l'area della liceità a condotte che integrano figure contravvenzionali, il cui trattamento sanzionatorio è irragionevolmente diverso da quello ex art. 184 comma 1 TUF per le stesse condotte se poste con riguardo a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su mercati finanziari italiani o europei.

Come, poi, evidenziato da Mucciarelli F. in Diritto Penale Contemporaneo cit. il comma 3- bis art. 184 TUF estende la punibilità solo alle condotte ex lett. a) comma 1 della disposizione in esame (cioè solo al trading) ma senza rinviare alle lettere b) e c) del comma 1 (per cui azioni di tipping e tuyantage saranno penalmente irrilevanti).

Di incerta interpretazione risultano anche le disposizioni sulla manipolazione di mercato²⁶, basti pensare, in relazione all'opa, l'irrelevanza penale della condotta di chi intende sondare sotto il profilo delle informazioni privilegiate, (tramite, ad esempio, semplici ricerche di mercato) la possibilità di adesione ad un'opa. Infine, nonostante la previsione congiunta di sanzioni penali e amministrative avverso condotte potenzialmente discorsive del mercato, queste ultime sono individuate tramite un rinvio così ampio e generalizzato che impedisce di calibrare con esattezza tali sanzioni.

C. 2.) I POTERI DELLA CONSOB

La preoccupazione circa gli effetti distorsivi di condotte con fini nascosti da attuare tramite strumenti consentiti quali opa e delisting, viene palesata, sotto il profilo delle garanzie, dal ruolo ricoperto dalla Consob durante lo snodarsi delle operazioni di borsa volte all'acquisizione o all'accrescimento del controllo societario. Già si è evidenziata la necessità che l'offerente, in caso di opa, invii comunicazione e documento di offerta all'autorità indipendente di riferimento.

E' da premettere che in Italia la vigilanza sui mercati degli strumenti finanziari e sulla protezione degli investitori è assegnata alla Consob²⁷. E ciò in ragione della rilevanza anche costituzionale della tutela del risparmio, per cui tutelare il risparmio significa tutelare il piccolo risparmiatore²⁸, a cui va approntato un prospetto informativo trasparente ed adeguato relativamente alle operazioni che deve effettuare²⁹.

L'Italia, invero, è uno dei pochi stati europei che contempla esplicitamente in Costituzione la tutela del risparmio³⁰, materia in cui, tra l'altro, lo Stato ha competenza esclusiva ex art.

²⁶ La Consob verifica, infatti, la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli operatori per la salvaguardia della fiducia e la competitività del sistema finanziario, la tutela degli investitori, l'osservanza delle norme in materia finanziaria ; vigila, al fine di prevenire e, se, occorre, per sanzionare eventuali comportamenti scorretti; esercita i pieni poteri attribuiti dalla legge affinché siano messe a disposizione dei risparmiatori le informazioni necessarie per poter effettuare scelte di investimento consapevoli; infine, opera per garantire la massima efficienza delle contrattazioni, assicurando la qualità dei prezzi nonché l'efficienza e la certezza delle modalità di esecuzione dei contratti conclusi sui mercati regolamentati.

²⁷ Cit. Berruti G. M., Il sistema sanzionatorio nelle funzioni di vigilanza Consob, 2018.

²⁸ Per vagliare la rilevanza del fenomeno, basti pensare che l'attività finanziaria delle famiglie italiane ammonta a 3.943,5 miliardi di euro (fonte in Banca d'Italia, La ricchezza delle famiglie italiane 2014-dicembre 2015) e che l'industria del risparmio italiano gestito a dicembre 2017 è stato pari a 2.089,138 miliardi di euro (fonte in : Assogestioni “ Mappa trimestrale del risparmio gestito, IV Trimestre 2017”).

²⁹ Art. 47 Cost., in cui, al comma 1, si sancisce che :” La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito”; così riprendendo la formulazione del regio Decreto-Legislativo del 12 marzo 1936 n. 375 conv. In l. 141 del 7 marzo 1938 in cui si parla di “difesa del risparmio” e di “ disciplina della funzione creditizia “ qualificata dall'art. 1 come funzione di interesse pubblico.

³⁰ Cit. Berruti G. M., Il sistema sanzionatorio nelle funzioni di vigilanza Consob, 2018.

117 comma 2 lett. c) Cost., collocazione sistematica che sta a significare che la tutela costituzionale del risparmio non ammette fonti secondarie di regolazione in ordine all'esercizio delle attività economiche che implicano la disponibilità del risparmio. L'art. 47 Cost. tutela altresì l'esercizio del credito, importante fattore di equilibrio economico.

Alla luce di tali direttive legislative, è la stessa Consob che, nei piani strategici triennali, ha individuato come finalità primaria, la protezione degli investitori; scopo da perseguire tramite strumenti di vigilanza sulla trasparenza e sulle regole di condotta. Si può, quindi, affermare, che le finalità indicate dal TUF riguardo specifici soggetti vigilati (emittenti, intermediari e mercati) sono, sotto il profilo sostanziale, obiettivi intermedi (o congruenti) rispetto allo scopo ultimo della tutela dei risparmiatori³¹.

Tale premessa evidenzia come l'operato della Consob volto a tutelare il bene costituzionale del pubblico risparmio si riverbera sulla connotazione del potere di tale autorità, che non è la tipica attività amministrativa di bilanciamento discrezionale degli interessi contrastanti di cittadino ed amministrazione pubblica, bensì è riconducibile alla discrezionalità tecnica in posizione di terzietà rispetto agli interessi economici coinvolti.

Da qui la connotazione, come abbiamo visto anche in caso di opa, del modello procedimentale dell'azione amministrativa della Consob come partecipativa. Solo, infatti, con l'emersione degli elementi fattuali, anche in contraddittorio con gli interessati, è possibile per l'autorità condurre accertamenti e valutazioni tecniche per determinazioni finali anche di carattere generale³².

Da qui anche la potestà normativa di secondo livello nei numerosi casi di rinvio a norme di specificazione contenuti nel TUF. Vigilanza regolamentare che, come visto, è diventata sempre più parte di un sistema multilivello in cui alle autorità nazionali viene riconosciuto un ruolo rilevante nel supporto delle delegazioni istituzionali che partecipano alla fase ascendente della legislazione, nonché ai processi decisionali dell'UE³³. L'attuale sistema

³¹ Cit. Pajano A., in *Diritto processuale amministrativo*, 3/2004).

³² Cit. Comunicazione della Commissione UE del 15 maggio 2014, su "La riforma del settore finanziario europeo".

³³ Anche l'attuale disciplina nazionale in materia di servizi di investimento rinvia dalle norme della Direttiva 2004/39/CE, cd. MiFID, aggiornata con l'entrata in vigore della Direttiva n. 2014/65/UE, cd. MiFID II che ha trovato applicazione a far data dal 3 gennaio 2018. All'interno della MiFID II assume specifica rilevanza la nuova disciplina in tema di product governance, alla stregua della quale le imprese di investimento non sono chiamate solo a comprendere le caratteristiche dei prodotti che offrono o raccomandano, al fine di servire al meglio l'interesse del cliente, ma anche a "strutturare" i prodotti, concepéndoli specificamente per determinate categorie di clienti e per i relativi mercati di riferimento, nei quali dovranno, poi, essere distribuiti e la conseguente, eventuale, attivazione dei poteri di product intervention di cui al Regolamento (UE) n. 600/2014 (c.d. MiFIR), laddove l'Autorità di vigilanza europea o nazionale accerti che gli obiettivi di tutela che si intendono perseguire non possano essere efficacemente realizzati attraverso l'applicazione delle norme esistenti.

europeo di vigilanza del mercato finanziario è, infatti, basato sul concorso di una vigilanza decentrata a livello nazionale (sebbene di recente sia stato proposto un modello di vigilanza accentrato all'ESMA) e un'attività di regolamentazione accentrata a livello europeo³⁴.

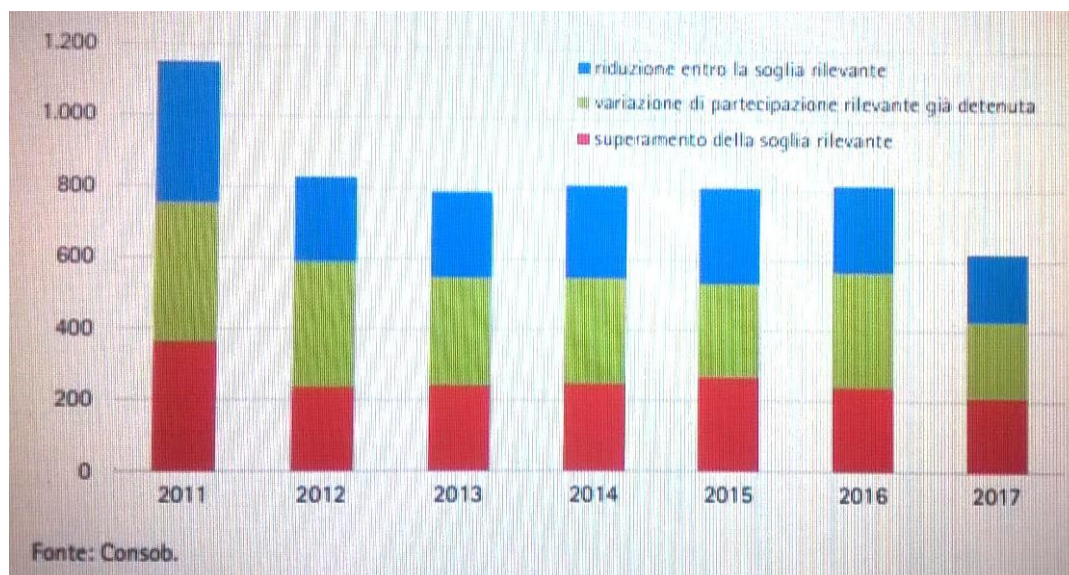
Tanto premesso, tornando alla legislazione domestica, si è visto come, nel caso in cui ci siano delle mancanze viene conferito alla Consob il potere di indicare l'integrazione degli obblighi informativi.[33] Più in generale sono previsti poteri di controllo e sanzionatori ad ampio raggio, che vanno dall'adozione di misure cautelari, ad interdittive, a vere e proprie sanzioni pecuniarie e non, tanto è che lo stesso TUF regola i rapporti tra procedure dinanzi agli organi giurisdizionali e quelle adottate dalla Consob.

Si veda, in dettaglio, l'art. 99 TUF [34] in cui si stabilisce che la Consob può sospendere in via cautelare, per un periodo non superiore a dieci giorni lavorativi consecutivi per ciascuna volta, l'offerta avente ad oggetto strumenti finanziari comunitari, in caso di fondato sospetto di violazione delle disposizioni dette e delle relative norme di attuazione; ovvero sospendere in via cautelare, per un periodo non superiore a novanta giorni, l'offerta avente ad oggetto prodotti diversi da quelli di prima, qualora vi sia fondato sospetto di violazione delle norme ivi sancite. Oltre al potere di sospendere, la Consob può anche vietare l'offerta nel caso in cui abbia fondato sospetto che potrebbero essere violate le disposizioni sulla correttezza delle operazioni di mercato ovvero rendere pubblico il fatto che l'offerente o l'emittente non ottempera ai propri obblighi; può altresì, chiedere alla società di gestione del mercato la sospensione in via cautelare, per un periodo non superiore a dieci giorni lavorativi consecutivi per ciascuna volta, delle negoziazioni in un mercato regolamentato in caso di fondato sospetto di violazioni, ovvero di vietare le negoziazioni in un mercato regolamentato in caso di accertata violazione delle disposizioni citate.(In Fig.1 è possibile osservare le comunicazioni che le società sono obbligate a fare in caso di opa).

L'esperienza di vigilanza maturata in Europa nel corso delle recenti crisi e dopo il fallimento dei primi tentativi di risolverle con metodi usuali, ha fatto emergere per l'Europa la necessità di rispondere ai mutamenti del contesto esterno che hanno portato nel 2010 alla creazione (Regolamenti UE nn. 1092/2010, 1093/2010, 1094/2010, 1095/2010) del Sistema europeo di vigilanza finanziaria - SEVIF (European System of Financial Supervision - ESFS), istituito come sistema decentrato plurilivello di autorità microprudenziali e macroprudenziali con lo scopo di assicurare una vigilanza finanziaria coerente e uniforme all'interno dell'Unione Europea. Nel SEVIF sono riuniti gli attori impegnati nella vigilanza finanziaria a livello nazionale e a livello di Unione.

³⁴ Cit. Mosca C., "Comunicazione selettiva degli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato", in Riv. Società, 2018, pagg. 62 ss.

Fig. 1



Sotto il profilo più strettamente sanzionatorio, vediamo che la Consob può, in pendenza dell'offerta, ex art. 102 TUF, sospenderla in via cautelare, in caso di fondato sospetto di violazione delle disposizioni enumerate nonché delle norme regolamentari; sospenderla, per un termine non superiore a trenta giorni, nel caso intervengano fatti nuovi o non resi noti in precedenza tali da non consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta; dichiararla decaduta, in caso di accertata violazione delle disposizioni o delle norme citate³⁵.

Sempre e ancora con riferimento all'opa, l'art. 101-ter stabilisce che la Consob vigila sulle offerte pubbliche di acquisto e che ai fini del riparto delle competenze³⁶ tra la Consob e le autorità degli altri Stati comunitari con riguardo alle offerte pubbliche di acquisto o di scambio, aventi ad oggetto titoli di società regolate dal diritto di uno Stato comunitario, e strumentali o successive all'acquisizione del controllo secondo il diritto nazionale della società emittente occorre delimitare l'ambito di applicazione. La Consob, infatti, vigila sullo svolgimento delle offerte pubbliche aventi a oggetto titoli emessi da una società la cui sede legale è situata nel territorio italiano e ammessi alla negoziazione su uno o più mercati regolamentati italiani; aventi ad oggetto titoli emessi da una società la cui sede legale è situata in uno Stato comunitario diverso dall'Italia e ammessi alla negoziazione

³⁵ Cit. Palmieri M., Commento all'art. 99 TUF, Giappichelli, 2012, pagg. 961 ss.

³⁶ Cit. Art. 102 TUF cui si rinvia per il dettaglio della disciplina.

esclusivamente su mercati regolamentati italiani; aventi ad oggetto titoli emessi da una società la cui sede legale è situata in uno Stato comunitario diverso dall'Italia e ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani e di altri Stati comunitari diversi da quello dove la società ha la propria sede legale, qualora siano stati ammessi per la prima volta alla negoziazione su un mercato regolamentato italiano ovvero, qualora i titoli siano stati ammessi per la prima volta alla negoziazione contemporaneamente sui mercati regolamentati italiani e di altri Stati comunitari, nel caso in cui la società emittente scelga la Consob quale autorità di vigilanza, informandone i suddetti mercati e le loro autorità di vigilanza il primo giorno della negoziazione. La Consob stabilisce con regolamento le modalità e i termini per la comunicazione al pubblico della decisione della società emittente relativa alla scelta dell'autorità competente per la vigilanza sull'offerta. Nei casi in cui la Consob sia l'autorità di vigilanza competente, sono disciplinate dal diritto italiano le questioni inerenti al corrispettivo dell'offerta, alla procedura, con particolare riguardo agli obblighi di informazione sulla decisione dell'offerente di procedere all'offerta, al contenuto del documento di offerta e alla divulgazione dell'offerta. Per le questioni riguardanti l'informazione che deve essere fornita ai dipendenti della società emittente, per le questioni di diritto societario con particolare riguardo a quelle relative alla soglia al cui superamento consegue l'obbligo di offerta pubblica di acquisto, alle deroghe a tale obbligo e alle condizioni in presenza delle quali l'organo di amministrazione della società emittente può compiere atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, le norme applicabili e l'autorità competente sono quelle dello Stato membro in cui la società emittente ha la propria sede legale. Nei casi in cui l'offerta abbia ad oggetto titoli emessi da società la cui sede legale è situata nel territorio italiano e ammessi alla negoziazione esclusivamente su uno o più mercati regolamentati di altri Stati comunitari, sono disciplinate dal diritto italiano le materie indicate nel comma 4.³⁷

Altre disposizioni da cui emergono significativi poteri della Consob sono l'art. 66-quater TUF, 187-octies in cui si stabilisce che essa è l'autorità nazionale competente alla vigilanza sugli abusi di mercato, infatti compie tutti gli atti necessari all'accertamento delle violazioni delle disposizioni contenute nel regolamento (UE) n. 596/2014 utilizzando i poteri ad essa attribuiti.

In particolare la Consob può nei confronti di chiunque possa essere informato sui fatti: richiedere notizie, dati o documenti sotto qualsiasi forma stabilendo il termine per la

³⁷ Cit. Chieppa R., Poteri esercitati, procedimento e contraddittorio davanti alle autorità indipendenti, Giuffrè, 2016.

relativa comunicazione; richiedere le registrazioni esistenti relative a conversazioni telefoniche, a comunicazioni elettroniche e allo scambio di dati, stabilendo il termine per la relativa trasmissione; procedere ad audizione personale; in relazione a strumenti derivati su merci, richiedere dati sulle operazioni e accedere direttamente ai sistemi dei partecipanti al mercato ; procedere al sequestro dei beni che possono formare oggetto di confisca. Inoltre può procedere ad ispezioni, anche mediante autorizzazione di revisori legali o società di revisione legale a procedere a verifiche o ispezioni per suo conto quando sussistono particolari necessità e non sia possibile provvedere con risorse proprie; il soggetto autorizzato a procedere alle predette verifiche ed ispezioni agisce in veste di pubblico ufficiale; procedere a perquisizioni. La Consob può altresì: avvalersi della collaborazione delle pubbliche amministrazioni, richiedendo la comunicazione di dati ed informazioni anche in deroga alla normativa sulla privacy ed accedere al sistema informativo dell'anagrafe tributaria. Ossia ha poteri intensi di indagine anche in deroga a dati ritenuti sensibili. Può, ancora, accedere ai dati contenuti nell'anagrafe dei conti e dei depositi, nonché accedere direttamente, mediante apposita connessione telematica, ai dati contenuti nella Centrale dei rischi della Banca d'Italia, di avvalersi, ove necessario, anche mediante connessione telematica, dei dati contenuti nell'apposita sezione dell'anagrafe tributaria. Si tratta di poteri esercitati previa autorizzazione del procuratore della Repubblica. Qualora sussistano elementi che facciano presumere l'esistenza di violazioni delle norme del regolamento (UE) n. 596/2014, la Consob può anche in via cautelare: ordinare la cessazione temporanea o permanente di qualunque pratica o condotta e adottare tutte le misure necessarie a garantire che il pubblico sia correttamente informato con riguardo, tra l'altro, alla correzione di informazioni false o fuorvianti precedentemente divulgate, anche imponendo ai soggetti interessati di pubblicare una dichiarazione di rettifica, viene redatto processo verbale dei dati e delle informazioni acquisite o dei fatti accertati, dei sequestri eseguiti e delle dichiarazioni rese dagli interessati, i quali sono invitati a firmare il processo verbale e hanno diritto di averne copia. Quando si è proceduto a sequestro, gli interessati possono proporre opposizione alla Consob. Sull'opposizione la decisione è adottata con provvedimento motivato emesso entro il trentesimo giorno successivo alla sua proposizione. Nell'esercizio dei poteri previsti la Consob può avvalersi della Guardia di finanza che esegue gli accertamenti richiesti agendo con i poteri di indagine ad essa attribuiti ai fini dell'accertamento dell'imposta sul valore aggiunto e delle imposte sui redditi. Tutte le notizie, le informazioni e i dati acquisiti dalla Guardia di finanza nell'assolvimento dei compiti previsti sono coperti dal segreto d'ufficio e vengono, senza

indugio, comunicati esclusivamente alla Consob. Il provvedimento della Consob che infligge la sanzione pecuniaria ha efficacia di titolo esecutivo. Decorso inutilmente il termine fissato per il pagamento, la Consob procede alla esazione delle somme dovute in base alle norme previste per la riscossione, mediante ruolo, delle entrate dello Stato, degli enti territoriali, degli enti pubblici e previdenza. Quando l'autore della violazione esercita un'attività professionale, il provvedimento che infligge la sanzione è trasmesso al competente ordine professionale.

L'enumerazione esemplificativa e non esaustiva della normativa sugli abusi di mercato contenuta nel TUF e dei relativi poteri conferiti alla Consob, dona la misura dell'importanza delle acquisizioni finanziarie nel mercato di borsa e della possibilità, affatto remota, che dietro opa e acquisizioni si celino intenti poco chiari. D'altronde è la stessa Consob che ne evidenzia la rilevanza, sebbene, come taluno ha ben notato, è spesso la crisi del mercato a determinare il sorgere di certe operazioni patologiche," inducendo alla creazione di nuove regole e di nuove leggi [...] per stabilizzare il sistema finanziario e per proteggere il consumatore /elettore. "Tuttavia: "Il punto critico è che la possibilità di nuove crisi non può essere cancellata da regole eccessivamente cautelative". Nella Relazione Consob per l'anno 2017 sono riferiti indici statistici sul punto, e sulla necessità di ancorare il controllo societario a logiche di tutela. [Fig. 2]

Fig.2

Tav. 1 Risultati delle indagini in materia di abusi di mercato

ipotesi di illeciti amministrativi

e/o penali

casi in cui non sono

stati rilevati illeciti

totale

di cui per abuso di

informazioni privilegiate

2011 15 7 14 29

2012 12 4 14 26

2013 13 4 9 22

2014 13 5 22 35

2015 14 10 3 17

2016 4 2 5 9

2017 6 4 4 10

Fonte: Consob.

Sul punto la Consob ha specificato che in due dei quattro casi in cui sono stati contestati illeciti di abuso di informazioni privilegiate le informazioni si riferivano alla promozione di un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria delle azioni di una società quotata e alla promozione di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria a seguito del trasferimento della proprietà di una partecipazione di controllo in una società quotata. Negli altri due casi le informazioni si riferivano alla risoluzione di un contratto rilevante per le prospettive reddituali di una società e alla fusione per incorporazione di una società non quotata in una società quotata. E', quindi, evidente come la preoccupazione delle istituzioni circa fenomeni discorsivi del mercato sia costante e monitorata.

C. 3) TECNICHE DIFENSIVE E LIMITI: PASSIVITY RULE, NEUTRALIZZAZIONE E CLAUSOLA DI RECIPROCITA'.

Infine sembra opportuno soffermarsi anche sulla possibilità che sia la stessa società emittente ad adottare tecniche di difesa entro limiti stabiliti. Si tratta di una disciplina volta a contemperare le esigenze di mercato (ad esempio il cambio degli assetti proprietari per una migliore gestione della società) con la tutela dell'emittente e dei soci di minoranza in caso di opa.

Come abbiamo sopra accennato, la società bersaglio può valutare, a seguito della presentazione del documento di offerta, se un'opa è da considerarsi amichevole (ossia rispondente agli interessi dell'emittente) od ostile, ed in questo secondo caso, di adottare strumenti di difesa.

Il nostro ordinamento, invero, nonostante si tratti di una qualificazione rilevante, nulla dispone in ordine all'individuazione delle ipotesi in cui l'offerta debba considerarsi ostile. Può affermarsi che è, allora, nozione da ricavarsi a contrario considerando le finalità dell'opa. Essa, concretizzandosi con l'acquisto dei titoli, si perfeziona con i singoli titolari, sia sotto il profilo contrattuale che finanziario. E', quindi, operazione che esula

dall'intervento degli amministratori cui pure l'esito dell'operazione interessa, poiché, cambiando gli assetti proprietari, ne derivano scelte sostitutive degli organi di amministrazione della società³⁸.

Può, allora, affermarsi che si configura come ostile l'opa non approvata dagli amministratori di una società bersaglio (effettivi destinatari finali dell'operazione), ovvero quella che contrasta gli interessi degli azionisti, rappresentati dagli amministratori. Ne deriva che anche gli azionisti sono interessati al contrasto di eventuali scalate ostili.

Questa endiadi di interessi è alla base dei due diversi modelli di gestione delle tecniche di difesa emersi nelle legislazioni dei paesi anglosassoni, cui è utile fare qualche riferimento.

Negli Stati Uniti le difese attuabili dall'emittente avverso un'opa ostile sono sancite sia a livello federale che statale (nei cd. Takeover Statutes)³⁹. Dall'analisi di tale normativa può evincersi che il modello prevalentemente utilizzato è quello dell'attribuzione dell'iniziativa all'organo amministrativo, cioè solo in caso di vaglio negativo sull'opa e positivo, dunque, sulla promozione di tecniche di difesa da parte del consiglio di amministrazione, gli azionisti possono a loro volta approvarle.

Come da alcuni evidenziato, è, certo, un sistema che può presentare rilevanti criticità; basti considerare il rischio che gli amministratori, in tal modo, possano avallare scelte opportunistiche. Correttivo in tal senso è l'aver subordinato l'operato degli amministratori in tali frangenti alla verifica della correttezza da parte del potere giurisdizionale.

Quindi sono i giudici che devono decidere se l'offerta ostile costituisca una minaccia o se, invece, sia la risposta della società bersaglio ad essere sproporzionata alla stessa.

Varie sono, inoltre, le teorie sorte sulle funzioni dell'opa ostile, taluni vi rinviengono l'obiettivo di disciplinare il comportamento inefficiente degli amministratori e, in tal modo, ridurre l'antinomia tra gli azionisti (che rappresentano la proprietà) e gli amministratori (che gestiscono il controllo societario)⁴⁰. In tale prospettiva, l'opa ostile incentiva le vendite delle azioni ed in caso di successo consentirebbe il cambiamento della gestione economica della società, aumentando il valore dei relativi titoli in misura superiore al sovrapprezzo pagato agli azionisti, garantendo la redditività quale fattore deterrente alla vendita di azioni da parte dei soci.

In conclusione, secondo questo primo modello l'adozione delle tecniche di difesa, in prima battuta è rimandata agli amministratori e, solo eventualmente, al controllo giurisdizionale

³⁸ Cit. Bianchi T., Offerta pubblica di acquisto, difficile dire se è ostile o no, in *Il Sole 24 Ore*, 23 aprile 1999.

³⁹ Cit. Gilson R. J. – Black B.S., *The Law and Finance of corporation Acquisitions*, New York, 1995, pagg. 1317 ss.

⁴⁰ Gilson R.J., *Unlocal Fifteen Years Lather*, Working Paper n. 117, Columbia Law School, 2000, pag. 7.

(se, infatti, l'opa non va a buon fine è assolutamente inutile l'adozione di qualsivoglia strumento di difesa).

Il secondo tipo di modello strutturatosi in Occidente è quello inglese, in cui le offerte pubbliche di acquisto e le relative tecniche di difesa sono disciplinate dal City Code on Takeovers and Mergers⁴¹.

Qui si attribuisce all'assemblea degli azionisti la decisione sull'adozione delle misure difensive, essendo i soggetti cui spetta aderire all'opa. E ciò anche in ragione del ruolo degli amministratori, che in caso di opa si trovano in conflitto di interessi poiché la loro posizione è messa in pericolo da un mutamento del controllo e, dunque, sono più inclini a contrastare l'offerta che non a tutelare gli azionisti⁴². In tal caso sono gli azionisti a decidere sulla convenienza dell'opa e sull'eventuale opportunità di adottare tecniche di difesa che allevierebbero la "pressure to Tender"⁴³ in pendenza di opa.

Anche tale modello, tuttavia, non è scevro da rischi, in particolare quello che gli azionisti non siano in grado di prendere decisioni razionali informate e finiscano per farsi guidare dagli stessi amministratori⁴⁴. Nonostante ciò, è questo il modello che si è auspicato estendere anche in Europa, e, per quanti correttivi siano stati promossi, resta comunque il pericolo che l'adozione delle misure difensive sia condizionata dal perseguimento dell'interesse di taluni soci al mantenimento del controllo⁴⁵.

Considerando tale premessa sistematica e ritornando alla normativa domestica, occorre segnalare che in Italia vi è stata una certa altalenanza nello scegliere ora l'una ora l'altra impostazione.

Si può affermare che il primo intervento legislativo rilevante è stato fatto con l. n. 149 del 18 febbraio 1992 all'indomani del cd. caso Bastogi, definito come una azione di finanza sommersa, che ha posto in luce la necessità di disciplinare più dettagliatamente operazioni finanziarie di acquisizione societaria⁴⁶.

La citata normativa bloccava del tutto le tecniche di difesa, imponendo, durante tutto il periodo dell'offerta,, l'attività dell'organo amministrativo e della stessa assemblea.

⁴¹ Cit. Marris R., *La teoria economica del capitalismo manageriale*, Trad. ita Einaudi, Torino 1972, pagg. 31 ss.

⁴² Cit. Romagnoli G., *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, CEDAM, 1996, cit. pag. 54.

⁴³ Cit. Davies P., *Gower and Davie's Principles of Modern Company Law*, London, 2008, pag. 986 ss.

⁴⁴ Cit. Lisanti M., *Quale tutela per gli azionisti di minoranza?*, Pagg. 159 ss.

⁴⁵ Cit. Enriques L., *Quale disciplina per le acquisizioni ostili?*, in *Mercato e concorrenza*, 1999, pag. 185.

⁴⁶ Cit. Ferrarini G., *Le difese contro le opa ostili. Analisi economica e comparazione*, in *Rivista delle società*, Stampa, 2000, pag. 783.

⁴⁶ Cit. Marchetti P., *L'opa in Italia*, pagg. 1159 ss.

Si è trattato, invero, di un caso isolato in Europa, stando che gli altri ordinamenti ammettevano in modo più o meno forte, la possibilità di adoperare tecniche di difesa avverso scalate ostili, oppure differenziando le operazioni che effettivamente potevano constatarsi ostili all'opa rispetto ad altre ammissibili.

Inoltre la legge del 1992 non conteneva neppure una disciplina sull'ammissibilità o meno delle misure di difesa preventive, per cui, nel silenzio del legislatore, dovevano ritenersi ammesse.

E' proprio col TUF che, onde scongiurare il pericolo che le società optassero per la mancata quotazione nel timore di subire scalate ostili avverso le quali non era legittimo esercitare alcun contrasto che fu inserito l'art. 104 TUF. Inizialmente il ruolo preponderante nella scelta se promuovere o meno difese è stata dato all'assemblea dei soci. Più precisamente si rimetteva alla compagine sociale la decisione sull'offerta che poteva manifestarsi con un potere interdittivo verso gli amministratori con riguardo sia agli atti di ordinaria che di straordinaria amministrazione, prevedendo, altresì, un "dovere di assistenza" informativa di questi ultimi ai primi, di modo da permettere scelte consapevoli. Quanto alle tipologie di atti che si ritenevano contrari all'opa, essi sono stati specificati in varie comunicazioni della Consob⁴⁷. Essi attengono a varie condotte che, poste in essere, di fatto rendono difficoltoso il buon esito di un'offerta pubblica. In primis atti volti ad incrementare il costo necessario a raggiungere il quantitativo di adesioni (ad esempio operazioni di aumento del capitale o di conversione in azioni con diritto di voto di altri strumenti finanziari, piuttosto che azioni volte alla riduzione del valore percentuale del quantitativo di azioni oggetto dell'offerta, ovvero l'acquisto di azioni proprie da parte dell'emittente).

Altre categorie di comportamenti ritenuti difensivi sono ritenuti quelli teleologicamente orientati a mutare le caratteristiche (anche in differita) patrimoniali e aziendali della società emittente, quali: cessioni di beni, fusioni, scissioni di società, programmi di acquisizione, improvvisa modificazione delle politiche commerciali.

Infine, rientrano nelle categorie di azioni difensive quelle condotte volte a recare disturbo al raggiungimento dell'obiettivo, quali, ad esempio, un'offerta contraria sulle azioni dell'offerente o atti tipici del socio di controllo.

⁴⁷ Si veda la formulazione dell'art. 16 della L 149/92, laddove si inibiscono le modifiche dell'atto costitutivo e dello statuto a pena di nullità delle stesse, né gli amministratori potevano modificare l'attivo e il passivo societario o assumere impegni senza contropartita. Sul punto Cit. Vella F., La passivity Rule nella legge italiana sulle opa e gli effetti sul mercato del controllo societario, in Banca, impr., soc., 1993, pag. 219.

Altra modalità difensiva è stata considerata l'ipotesi ex art. 123 comma 3 del TUF, Cioè l'utilizzo in funzione antisalata dei patti parasociali.⁴⁸

Ratio della norma sembra essere quella di agevolare la contendibilità del controllo societario, bilanciando, a sfavore di questa, l'autonomia privata degli aderenti al patto, consentendogli la facoltà di recesso in caso di offerta pubblica.

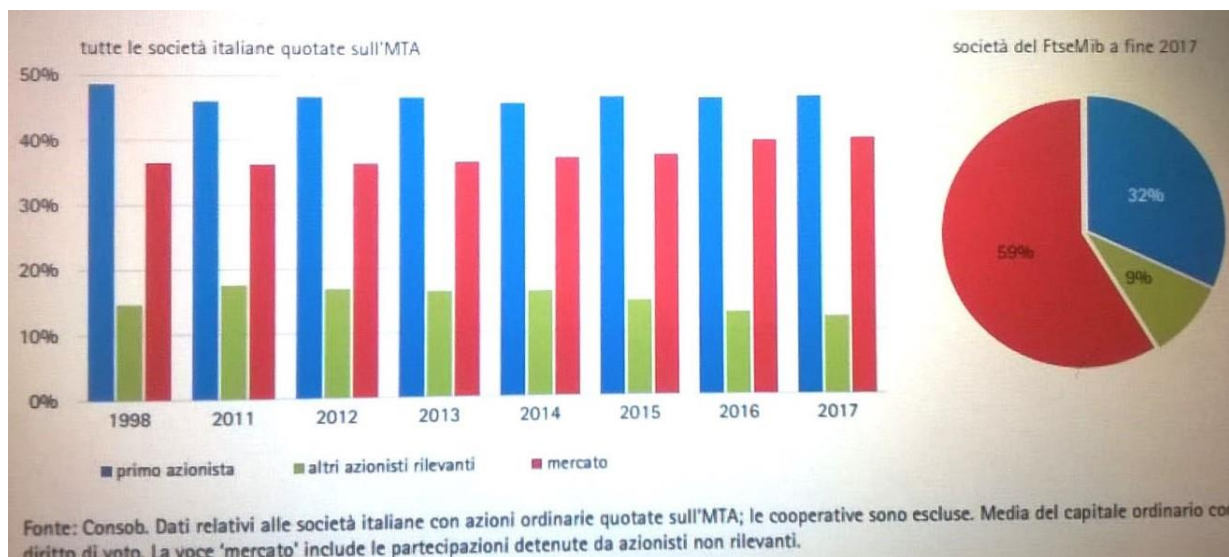
L'opportunità di promuovere una modifica dell'opa ostile e delle misure per contrastarla si è avuta col recepimento della direttiva 2004/25/CE con cui si sono acquisite le regole europee sul passivity rule, la neutralizzazione ed il principio di reciprocità. Senza soffermarci sulla formulazione originaria di tali norme, può osservarsi come esse siano state incise da svariati interventi normativi la cui rivisitazione sembrerebbe calibrata in relazione agli andamenti del mercato⁴⁹, basti osservare le comunicazioni della Consob relative alle modifiche introdotte con d. lgs. 229/ e d.l n 185 del 29 novembre 2008 conv. In l. 2/09, laddove, in concomitanza con la crisi finanziaria, la legittimità delle azioni difensive è stata decisamente ampliata di modo da evitare il rischio di acquisizioni ostili delle società italiane quotate⁵⁰. Si tratta di un modello che è stato confermato da successivi interventi legislativi (si veda il d. l. 10 febbraio 2009 n. 5) che risponde all'intento di agevolare misure difensive volte a favorire una minore contendibilità delle società italiane e, dunque, a congelare gli assetti proprietari esistenti, dando vita ad un mercato caratterizzato da concentrazioni societarie ancora oggi percepibili. [Fig.3]

Fig.3 Concentrazione proprietaria delle società quotate italiane.

⁴⁸ Cit. Comunicazioni Consob n. DAL / 99039392.

⁴⁹ Art. 123 comma 3 TUF stabilisce infatti che :”Gli azionisti che intendano aderire a un’offerta pubblica di acquisto o di scambio promossa ai sensi dell’art. 106 o 107 possono recedere senza preavviso dai patti indicati nell’art. 122. La dichiarazione non produce effetto se non si è perfezionato il trasferimento delle azioni”.

⁵⁰ Cit. Comunicazioni Consob nn. DEM /8095683 DEM/ 8095703 del 17 ottobre 2008 consultabile su www.consob.it.



Come evidenziato nella Relazione Consob per l'anno 2017: “A fine 2017 gli assetti proprietari delle società quotate italiane continuano a caratterizzarsi per l'elevata concentrazione proprietaria e la conseguente scarsa contendibilità del controllo. La quota di capitale ordinario con diritto di voto mediamente detenuta dal principale azionista è pari al 47,2 per cento; gli altri azionisti rilevanti detengono il 12 per cento circa del capitale, mentre la quota del mercato è mediamente pari al 40,6 per cento”⁵¹.

Attualmente le norme a presidio dei limiti alle tecniche di difesa in caso di opa ostili, si rinvengono negli artt. 104 ss del TUF. Il disposto dell'art. 104,⁵² rubricato genericamente “Difese”, sancisce la regola del passivity rule, per cui salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane quotate i cui titoli sono oggetto dell'offerta si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. L'obbligo di astensione si applica dalla comunicazione e fino alla chiusura dell'offerta ovvero fino a quando l'offerta stessa non decada. La mera ricerca di altre offerte non costituisce atto od operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta. Resta ferma la responsabilità degli amministratori, dei componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti. L'autorizzazione assembleare prevista è richiesta anche per l'attuazione di ogni decisione presa prima dell'inizio del periodo in cui interviene la

⁵¹ Cit. Annunziata F., la disciplina del mercato mobiliare, Torino, 2010, pag. 369 in cui tale impostazione viene criticata per la sua farraginosità.

⁵² Cfr. Relazione Consob per l'anno 2017, consultabile su www.consob.it.

comunicazione, che non sia ancora stata attuata in tutto o in parte, che non rientri nel corso normale delle attività della società e la cui attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. Gli statuti possono derogare, in tutto o in parte, alle disposizioni citate. Le società comunicano le deroghe approvate alla Consob e alle autorità di vigilanza in materia di offerte pubbliche di acquisto degli Stati membri in cui i loro titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o in cui è stata chiesta tale ammissione. Tali deroghe sono altresì tempestivamente comunicate al pubblico secondo le modalità previste dalla Consob con regolamento. L'avviso di convocazione relativo alle assemblee di cui al presente articolo è pubblicato entro il quindicesimo giorno precedente la data fissata per l'assemblea.

Quindi il legislatore ha trasformato da inderogabile ad opzionale il rispetto di tali obblighi, dato che viene demandata all'assemblea dei soci, tramite autorizzazione, la decisione di contrastare l'offerta ovvero allo statuto.

L'art. 104-bis⁵³ sancisce, invece, la regola della neutralizzazione, per cui, fermo quanto previsto in tema di patti parasociali, gli statuti delle società italiane quotate, diverse dalle società cooperative, possono prevedere che, quando sia promossa un'offerta pubblica di acquisto o di scambio avente ad oggetto i titoli da lo Nel periodo di adesione all'offerta non hanno effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento di titoli previste nello statuto né hanno effetto, nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previste dall'art. 104 TUF citato, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali. Nelle medesime assemblee le azioni a voto plurimo conferiscono soltanto un voto. Quando, a seguito di un'offerta l'offerente venga a detenere almeno il settantacinque per cento del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di sorveglianza, nella prima assemblea che segue la chiusura dell'offerta, convocata per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, le azioni a voto plurimo conferiscono soltanto un voto e non hanno effetto né le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali; né qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza previsto nello statuto. Inoltre, le disposizioni dette non si applicano alle limitazioni statutarie al diritto di voto attribuito da titoli dotati di privilegi di natura patrimoniale. Qualora l'offerta abbia avuto esito positivo, l'offerente è tenuto a corrispondere un equo indennizzo per l'eventuale pregiudizio

⁵³ Cit. Art. 104 del d. lgs 58/98 (TUF) che stabilisce la regola del "Passivity rule" in Italia.

patrimoniale subito dai titolari dei diritti che abbia reso non esercitabili, purché le disposizioni statutarie o contrattuali che costituiscono tali diritti fossero efficaci anteriormente alla comunicazione di promuovere l'offerta. La richiesta di indennizzo deve essere presentata all'offerente, a pena di decadenza, entro novanta giorni dalla chiusura dell'offerta ovvero, entro novanta giorni dalla data dell'assemblea. In mancanza di accordo, l'ammontare dell'indennizzo eventualmente dovuto è fissato dal giudice in via equitativa, avendo riguardo, tra l'altro, al raffronto tra la media dei prezzi di mercato del titolo nei dodici mesi antecedenti la prima diffusione della notizia dell'offerta e l'andamento dei prezzi successivamente all'esito positivo dell'offerta. L'indennizzo non è dovuto per l'eventuale pregiudizio patrimoniale derivante dall'esercizio del diritto di voto in contrasto con un patto parasociale, se al momento dell'esercizio del diritto di voto è già stata presentata la dichiarazione di recesso.

Infine l'art. 104-ter TUF⁵⁴ stabilisce la clausola di reciprocità, specificando che le disposizioni previste dagli articoli precedenti, non si applicano in caso di offerta pubblica promossa da chi non sia soggetto alle citate disposizioni ovvero a disposizioni equivalenti, ovvero da una società o ente da questi controllata. In caso di offerta promossa di concerto, è sufficiente che a tali disposizioni non sia soggetto anche uno solo fra gli offerenti. La Consob, su istanza dell'offerente o della società emittente ed entro venti giorni dalla presentazione di questa, determina se le disposizioni applicabili ai soggetti di cui al comma 1 siano equivalenti a quelle cui è soggetta la società emittente. La Consob stabilisce con regolamento i contenuti e le modalità di presentazione di tale istanza. Qualsiasi misura idonea a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta adottata dalla società emittente deve essere espressamente autorizzata dall'assemblea in vista di una eventuale offerta pubblica, nei diciotto mesi anteriori alla comunicazione della decisione di promuovere l'offerta. L'autorizzazione prevista dal presente comma è tempestivamente comunicata al mercato secondo le modalità previste dalla Consob con regolamento.

Riepilogando vediamo che il divieto in cui si concentra la passivity rule italiana impone alla società di astenersi da manovre di contrasto dell'offerta a partire dalla comunicazione dell'offerta e fino alla chiusura della stessa. Inoltre lo stesso art. 104 prevede che l'eventuale autorizzazione assembleare all'avvio di operazioni di contrasto agli obiettivi dell'offerta viene richiesta anche per l'attuazione di ogni decisione presa prima dell'inizio del periodo successivo all'offerta. Lo statuto della società può in ogni caso, consentire una deroga totale o parziale a tale divieto.

⁵⁴ Cit. Art. 104-bis del d. lsg. 58/98 (TUF), in cui si sancisce la regola della neutralizzazione.

Con la regola della neutralizzazione, invece, si tende a rimuovere i limiti al trasferimento di titoli oggetto dell'offerta, ma anche in questo caso tale regola non si applica alle limitazioni statutarie al diritto di voto attribuito da titoli dotati di privilegi di natura patrimoniale.

Infine, con la clausola di reciprocità si vuole consentire agli Stati dell'UE l'inapplicabilità delle regole sulla passività e la neutralizzazione alle società oggetto di offerta se l'offerente non è sottoposto a disposizioni equivalenti⁵⁵.

Con questo reticolato normativo sono, dunque stabiliti i limiti alle azioni di difesa in caso di opa (ritenute ostili).

D. FINALITA' CUI PUO' TENDERE L'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO.

Prima di vagliare i diversificati obiettivi cui può tendere un'opa, è da premettere che essa, finalizzata genericamente e primariamente all'acquisizione del controllo societario, è preferita alla trattativa privata. L'opa, infatti, evita all'offerente di frazionare la propria domanda per quanti sono i proprietari dei titoli che intende acquistare, ricevendone vantaggi anche economici. Quando sussiste, infatti, una eccessiva dispersione della proprietà dei titoli, vi è altresì un aggravio dei costi dell'operazione (sia transattivi che di corrispettivo)⁵⁶.

E ciò soprattutto in relazione ai titoli quotati, laddove si riscontra sovente una mancanza di contestualità del perfezionamento delle singole transazioni (cioè non è immediata la conoscenza dell'intenzione dei molteplici acquirenti di aderire all'offerta) con conseguente rialzo del costo dei titoli e propensione all'esercizio di tecniche di difesa.

I vantaggi dell'opa sono riscontrabili anche dalla parte dei destinatari della stessa, essendoci, come visto, necessità di rispettare obblighi di trasparenza da parte dell'offerente, si consente agli azionisti, di percepire un identico corrispettivo (par condicio)⁵⁷.

Tanto precisato è da osservare come più specificamente vi sono varie funzioni dell'opa, che vanno da quella di essere uno strumento di investimento e acquisizione del controllo, nonché di attuazione di interessi inerenti alla evidenziata contendibilità del controllo societario volta ad attuare una maggiore efficienza del mercato. Essa è funzionale anche ai

⁵⁵ Cit. art. 104-ter del d.lgs. 58/98 (TUF), in cui è sancita la cd. Clausola di reciprocità.

⁵⁶ Cit. La regola del "Passivity Rule in Italia, voce consultabile su [www.borsaitaliana.it/.../passivity rule](http://www.borsaitaliana.it/.../passivity_rule).

⁵⁷ Cit. Rabitti Dedogni C., offerta pubblica di acquisto e mercato, Roma, 1999, pag. 12.

fini di generare un afflusso di capitali nel sistema economico, quanto a tutelare le minoranze azionarie dagli abusi dei poteri dei soci di controllo⁵⁸.

Molteplici, quindi, possono essere le ragioni che spingono una società ad acquisirne un'altra (non di rado concorrente), che vanno dalla volontà di incidere significativamente nella vita societaria o è scelta con finalità meramente speculative. Riguardo quest'ultimo aspetto, a volte capita che il lancio di un'opa sia frutto di una operazione finanziaria speculativa in cui l'acquisizione del controllo della società bersaglio sia mirato ad un successivo smembramento sul mercato: in tal modo verrebbe finanziata l'intera operazione (tramite l'IPO) e si otterrebbero ingenti guadagni (ad esempio vendendo le azioni ad un prezzo inferiore rispetto a quello pagato dagli azionisti in seguito alla quotazione). E' una manovra che può essere attuata quando ci si accorge che una società è sottovalutata (cioè presenta un valore complessivo inferiore rispetto alle singole attività che la compongono), per cui si procede all'acquisto non per gestirla ma per rivenderla con varie piccole cessioni dalle quali è possibile ricavare delle plusvalenze.

Al contrario, l'obiettivo primario dell'acquisizione potrebbe essere l'intervento nell'attività operativa della società bersaglio per renderla più efficiente oppure per migliorare le attività della società offerente. Al riguardo, se l'acquisizione è subordinata al rispetto del going concern, le motivazioni alla base dell'operazione sono diverse a seconda del tipo di affare in cui le società operano. Possono classificarsi differenti tipi di acquisizione a seconda che le imprese operino nello stesso affare, ovvero effettuino integrazioni attraverso acquisizioni tra clienti e fornitori, oppure nel caso le società operino in settori differenti (acquisizioni conglomerali).

Le altre motivazioni che possono spingere al lancio di un'opa possono poi essere o la combinazione di risorse complementari, per cui società di grandi dimensioni decidono di acquisire aziende piccole perché, ad esempio, queste ultime hanno un prodotto esclusivo e particolare, ma viste le ridotte dimensioni e la carenza di una struttura idonea, non possono produrlo su vasta scala.

Oppure per eccesso di fondi, ad esempio quando una società presenta un eccesso di liquidità e limitate opportunità di investimento, può decidere di porre in essere un'acquisizione da pagare in tanti per poter redistribuire il capitale. Ovvero è una scelta che può essere dettata al fine di eliminare delle inefficienze, si tratta di società con una

⁵⁸ Cit. Benedettelli M.V., Offerta pubblica di acquisto e concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario, in Banca, borsa, tit. cred., 2007, I, pagg. 551 ss.

buona gestione che decidono di acquisire società gestite male e che mostrano importanti opportunità di crescita se amministrate bene.

Ancora, può essere dettata al fine di un consolidamento nel settore in settori che presentano troppe imprese ed una capacità produttiva eccessiva, di modo che l'acquisizione la rende più efficiente oppure al fine di usufruire di benefici fiscali inutilizzati per assenza di utili in grado di assorbirli, viene acquisita da una società che vuole trarre vantaggio da tali agevolazioni.

Un soggetto che, dunque, vuole conseguire uno o più di questi obiettivi può lanciare un'opa di odo da ottenere il controllo ed avere i numeri in assemblea che gli consentono di deliberare in tal senso. L'ottenimento, invero, del controllo, trova giustificazione anche nei numerosi benefici privati ad esso correlati.

I benefici privati del controllo costituiscono tutta una serie di utilità di cui godono i soggetti economici che esercitano influenza dominante.

Infine, non di rado, l'opa può essere finalizzata al riacquisto delle azioni proprie con i limiti e le modalità previste dagli artt. 2357 ss. c.c.⁵⁹.

E' difficile stabilire di preciso quali siano gli effetti sull'emittente sul mercato, ma anche sulla società offerente che scaturiscono dal lancio di un'offerta, dalla sua realizzazione o mancata

riuscita. Vari possono essere gli scenari, ad esempio può aversi un'opa finalizzata al going concern, laddove l'obiettivo dell'opa risiede nel fornire alla società target una nuova gestione e, quindi, nuove strategie aziendali, gli effetti economici dipendono dalla riuscita o meno della nuova gestione da parte della nuova società, che tanto potrebbe essere positiva portando alla società maggiore valore anche ai titoli, quanto essere fallimentare e, dunque, determinare un calo delle azioni pericoloso per le sorti della società stessa.⁶⁰

In tale contesto rientrano anche le sorti di un'offerta successiva antecedente ad una successiva fusione tra le due società, dalle quali far nascere delle sinergie che possono rivelarsi eccellenti o fallaci.

Infine, l'opa può essere finalizzata al delisting, cioè alla revoca di una società dalle quotazioni, ed in genere questo accade in periodi in cui i prezzi dei titoli in borsa sono molto bassi e la semplice comunicazione al mercato dell'offerta avente tale finalità ha delle ripercussioni rilevanti.

⁵⁹ Cit. Costi R., Il governo delle società quotate tra ordinamento dei mercati e diritto delle società, in Dir. Comm. Int., 1995, pp. 65ss.

⁶⁰ Cit. art. 2357 ss. cc. in Codice civile, I Blu, Giuffrè, ultima edizione, cui si rimanda per una disamina della disciplina.

Ed è proprio su quest'ultimo tipo di operazione finanziaria che verrà concentrata l'attenzione del presente elaborato.

CAPITOLO 2

IL DELISTING

A. QUOTAZIONE IN BORSA E DELISTING.

E' da premettere che, come evidenziato di recente⁶¹, la letteratura riguardo la decisione per la società di quotarsi in Borsa è estesa ed include un ampio numero di contributi che cercano di comprendere come, quando e perché una società decide di accedere al mercato quotato . Al contrario, è difficoltoso rinvenire lavori che spiegano i fattori che conducono le società ad uscire dal mercato . Un primo dato da rilevare è che dal 1990 la pratica del delisting è aumentata nella maggior parte dei mercati mondiali, riguardando un notevole numero di società.

Fig.4

Table 1.1 Newly listed and delisted firms around the world (1996–2017)

		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
North America																							
American Stock Exchange (AMEX)	Newly listed	97	104	100	90	112	44	43	76	89	97	70	92	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	Delisted	137	80	NA	100	113	87	78	87	74	79	96	118	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Mexico	Newly listed	11	22	3	3	2	4	6	78	110	12	31	63	43	42	27	63	NA	NA	3	8	4	5
	Delisted	9	14	6	8	15	9	9	10	9	6	22	32	37	9	2	17	18	2	2	2	3	1
Nasdaq	Newly listed	655	648	487	614	605	144	121	56	170	139	156	290	177	131	195	151	NA	NA	176	565	71	89
	Delisted	121	717	906	873	700	815	535	410	NA	NA	NA	348	289	302	269	249	261	180	182	197	244	NA
NYSE	Newly listed	278	273	205	151	122	144	151	107	152	146	118	126	71	99	163	144	NA	NA	179	111	76	131
	Delisted	100	171	194	254	286	215	145	111	107	135	138	232	155	212	154	141	114	151	99	148	181	NA
Toronto	Newly listed	168	193	116	144	113	84	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	Delisted	103	96	103	121	151	181	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
TMX Group	Newly listed	NA	NA	NA	NA	NA	NA	194	204	346	388	383	408	359	207	333	369	NA	NA	67	116	30	96
	Delisted	NA	NA	NA	NA	NA	NA	367	345	291	215	212	249	296	383	278	230	175	262	202	199	213	204
South America																							
Lima	Newly listed	37	35	17	27	18	12	10	7	12	8	4	14	23	5	14	11	NA	NA	8	9	10	10
	Delisted	38	25	16	37	30	12	7	10	15	8	7	11	5	9	6	5	3	10	13	9	9	11
Sao Paulo (B3—Brasil Bolsa Balcão)	Newly listed	26	19	57	15	24	10	13	10	19	13	32	70	11	13	52	15	NA	NA	2	0	0	10
	Delisted	19	28	67	63	44	36	42	31	22	18	25	16	23	20	24	25	25	12	12	15	12	55
Europe																							
Amsterdam	Newly listed	9	16	23	23	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	Delisted	12	12	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Barcelona	Newly listed	8	35	75	129	101	115	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	Delisted	14	16	20	21	18	9	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
BME Spanish Exchanges	Newly listed	NA	NA	NA	NA	NA	NA	514	275	NA	NA	NA	192	143	38	53	88	NA	NA	258	185	47	33
	Delisted	NA	NA	NA	NA	NA	NA	33	67	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	145	116	80	49	39	192	402

⁶¹ Cit. Fidanza B., Morresi O., Pezzi A., The decision to delist from the Stock Market . Theory and Empirical Evidence of going private; Palgrave Macmillan, 2018, pag. 1 ss.

Come accennato, una delle modalità di attuazione del delisting è costituita dall'Opa. Per delisting si intende la rimozione di un titolo dal mercato azionario che, quindi, cesserà di essere negoziato in borsa⁶². Sebbene siano due aspetti diversi, sembra opportuno soffermarsi brevemente sulle ragioni che spingono una società all'accesso al mercato azionario poiché le stesse ragioni, specularmente, una volta venute meno, possono essere riscontrate alla base della decisione di effettuare una operazione di delisting.

Sono varie le motivazioni che spingono una società alla quotazione in borsa. In Italia, i caratteri di questa scelta si rivelano peculiari rispetto ad esempio, a quanto accade nel Regno Unito o negli Stati Uniti, poiché le società italiane sembrerebbero non andare in cerca precipuamente di capitali e di crescita, essendo invece imprese in cui tendenzialmente la quotazione avviene dopo una fase di crescita e di investimenti⁶³. Vi sono, infatti, svariati vantaggi nell'essere quotati in borsa, che vanno dalla raccolta di nuovo capitale di rischio al fine di finanziare progetti di investimento (diversificando le fonti di capitale provenienti dagli investitori, istituzionali e non, ed accrescendo in tal modo anche il proprio ascendente sui fornitori di capitale di credito quali banche ed obbligazionisti), fino alla possibilità per i soci originari di ottenere un rendimento ulteriore sul valore effettivo dei titoli. Ovvero, ancora, nel ritorno di immagine della società per la diffusione del suo nome tra gli investitori, altro elemento che facilita la raccolta di capitale; inoltre con la quotazione in borsa i soci possono realizzare il proprio investimento attraverso la vendita di parte delle loro quote ed si assiste anche ad un miglioramento della gestione societaria dovendo essa pubblicizzare dati interni che finiscono per rendere il management oggetto di un controllo continuo, improntando le relazioni tra gli stessi soggetti interni della società ad una maggiore trasparenza.

Altro indubbio vantaggio della quotazione è che essa rende visibile ai gestori della società il valore che il mercato le attribuisce senza sostenere oneri aggiuntivi a tal fine e ricevendone una valutazione attendibile, o, ancora, nella possibilità di emettere azioni di risparmio, raccogliendo capitali senza pericolo di perdere il controllo della società.

Invero, anche per gli azionisti la circostanza che le azioni in loro possesso siano scambiate su un mercato regolamentato è una garanzia, *latu sensu* intesa, di un controllo indiretto sulla regolarità della gestione esercitata dal mercato e dalla Borsa, oltre che rendere più

⁶² Cit. Fidanza B., Morresi O., Pezzi A., *The decision to delist from the Stock Market, Theory and Empirical Evidence of going private*, 2018, pagg. 5 ss.

⁶³ Cit. Giordano L., Modena M., *Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle piccole e medie imprese*, in *Discussion Papers Consob*, /settembre 2017, pag. 3 ss. in www.consob.it

semplice il reperimento di informazioni sull'andamento della società. Il titolo stesso assume maggiore liquidità, determinando un valore aggiunto per l'azionista⁶⁴.

Nonostante ciò il mercato italiano sembra restio alla scelta di quotarsi in borsa. Da uno studio della Consob risulta, infatti, che l'Italia è uno dei paesi avanzati in cui la Borsa è meno rappresentativa del tessuto produttivo e industriale. Nel 2014, ad esempio, il rapporto tra capitalizzazione di Borsa e Pil ha un valore di 106,5% nel Regno Unito, del 73,7% in Francia mentre in Italia solo del 27,5%. Fig 4.

⁶⁴ Cit. Del Giudice A., going private transaction, perché le società abbandonano la borsa, 2012, pag. 21 ss.

Fig.5

Tabella 1 – Capitalizzazione di borsa in rapporto al PIL (2000-2015)

	Canada	Germany	France	Spain	UK	Italy	Japan	Russian Federation	United States
2000	103,8%	65,1%	105,7%	84,69%	165,7%	67,3%	66,7%	0,0%	146,9%
2001	83,6%	54,9%	85,0%	74,80%	139,9%	45,4%	54,4%	0,0%	131,7%
2002	117,2%	33,0%	64,5%	65,46%	110,5%	37,7%	52,0%	0,0%	100,7%
2003	102,0%	43,1%	73,4%	80,08%	124,8%	39,2%	68,6%	0,0%	123,9%
2004	115,1%	42,4%	73,4%	87,95%	122,5%	43,9%	76,4%	0,0%	133,0%
2005	126,8%	42,0%	79,8%	82,95%	126,4%	43,1%	100,0%	0,0%	129,8%
2006	129,3%	54,5%	104,4%	104,62%	146,1%	52,8%	105,9%	0,0%	141,2%
2007	149,3%	61,2%	102,9%	121,66%	129,5%	48,7%	99,4%	0,0%	137,6%
2008	66,7%	29,6%	50,4%	58,00%	66,9%	21,8%	64,3%	0,0%	78,7%
2009	122,3%	37,8%	72,2%	95,70%	nd	30,0%	65,7%	62,3%	104,6%
2010	134,6%	41,8%	72,2%	81,84%	nd	25,2%	69,6%	62,4%	115,5%
2011	106,9%	31,5%	54,3%	69,29%	nd	19,0%	56,3%	38,6%	100,8%
2012	112,9%	42,0%	67,4%	74,26%	nd	23,2%	58,4%	38,0%	115,6%
2013	115,0%	51,7%	81,9%	81,54%	113,8%	28,9%	92,6%	34,5%	144,2%
2014	117,5%	44,9%	73,7%	71,88%	106,5%	27,5%	95,3%	19,0%	151,8%
2015	102,8%	51,1%	86,2%	65,65%	nd	nd	118,7%	29,7%	139,7%

Fonte: World Bank, IBRD-IDA.

Lo studio della Consob prosegue evidenziando altresì come la ristrettezza del mercato finanziario italiano è dovuta non solo alla minore dimensione delle imprese quotate, quanto anche all'esiguo numero di imprese quotate nella Borsa italiana. In Italia il trend è rimasto pressoché stabile e deludente per tutti gli anni 2000, con il numero di società ammesse a quotazione che non si è mai discostato molto dal range 290-300 unità; in Spagna nello stesso periodo (2000-2014) il numero di società quotate è passato da 1.720 a 3.419, il Regno Unito registra 1.858 società quotate nel 2014, Francia e Germania rispettivamente 495 e 595 [Fig. 6]

Fig. 6.

Tabella 2 – Numero di società quotate (2000-2015)

	Canada	Germany	France	Spain	UK	Italy	Japan	Russian Federation	United States
2000	1.507	744	1185	1.720	2.428	297	2.055	21	6.917
2001	1.278	749	936	2.959	2.438	294	2.103	21	6.177
2002	1.252	715	874	2.986	2.405	295	2.119	57	5.685
2003	3.578	684	817	3.191	2.311	271	2.174	266	5.295
2004	3.597	660	787	nd	2.486	269	2.276	412	5.226
2005	3.719	648	749	nd	2.757	275	2.323	414	5.145
2006	3.790	656	730	3.339	2.913	284	2.391	539	5.133
2007	3.881	761	707	3.498	2.588	301	2.389	592	5.109
2008	3.836	742	673	3.538	2.415	294	2.374	561	4.666
2009	3.727	704	652	3.435	2.179	291	2.320	550	4.401
2010	3.771	690	617	3.310	2.105	290	2.281	556	4.279
2011	3.980	670	586	3.241	1.987	311	2.280	817	4.171
2012	4.030	665	562	3.167	1.879	303	2.294	292	4.102
2013	3.810	639	500	3.213	1.857	285	3.408	261	4.180
2014	3.948	595	495	3.419	1.858	290	3.458	254	4.369
2015	3.799	555	490	3.623	nd	nd	3.504	251	4.381

Fonte: World Bank, IBRD-IDA.

In particolare, questi, vantaggi potrebbero non essere così palesi per le PMI visti i costi conseguenti la quotazione e la permanenza sul mercato⁶⁵. Divenire società quotate, infatti, implica dei costi fissi che vanno dalle commissioni da pagare alla banca o al sindacato bancario di sottoscrizione per il collocamento dei titoli, fino ai costi della consulenza legale e finanziaria per la fattibilità della quotazione, costi per la revisione dei conti, la predisposizione di bilanci e rendiconti infra annuali nonché quelli derivanti dalla comunicazione periodica obbligatoria e non verso il mercato. A questi si aggiungono anche costi indiretti, si pensi all'obbligo di comunicazione al mercato di informazioni della società che implica la messa a disposizione della concorrenza di dati potenzialmente dannosi per la società stessa nel proprio mercato, ovvero nella bassa liquidità dei titoli delle piccole imprese e l'elevata volatilità nei prezzi delle stesse a causa di contrattazioni occasionali, nonché lo stringente controllo fiscale cui sono sottoposte le imprese quotate rispetto a quelle non quotate costituiscono ragioni variegate ma significative di deterrenza alla permanenza sul mercato⁶⁶.

⁶⁵ Cit. Fidanza B., Morresi O., Pezzi A., The decision to delist, ibidem 2018, pag. 6 ss.

⁶⁶ Cit. Geranio M., I delisting dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze, Paper 7/4, Newfin, Università Bocconi Milano, 2004.

Attualmente, in Italia, le regole per la quotazione in borsa sono sancite dal Regolamento della Borsa Italiana che, dopo il decreto Legislativo 25/2016, è stato modificato viste le conseguenze sull'impianto normativo del decreto TUF introducendo nel nostro ordinamento l'articolazione del processo di ammissione presso i mercati regolamentati in due fasi distinte: l'ammissione alla quotazione e l'ammissione alle negoziazioni.

Il Testo Unico della Finanza, come modificato ed integrato, prevede in particolare: il potere della società di gestione del mercato di dettare "le condizioni e le modalità di ammissione alla quotazione e alle negoziazioni" degli strumenti finanziari (cfr. articolo 64-quater del TUF, comma 4, lettera b); poteri di Consob rispetto al provvedimento di ammissione alla quotazione adottato dal gestore del mercato (cfr. articolo 66-ter del TUF).

L'introduzione della distinzione tra ammissione alla quotazione e ammissione alle negoziazioni ha la finalità di risolvere le difficoltà applicative derivanti da una specificità normativa domestica concernente il momento di applicazione della disciplina sugli abusi di mercato e dei relativi obblighi informativi. Tanto premesso, occorre evidenziare che, come accennato, per una società possono essere vari anche gli svantaggi dell'entrata e della permanenza nel mercato azionario.

Variegate risultano, quindi, altresì le ragioni del delisting che può essere volontario e involontario, cioè può derivare da una decisione della Borsa Italiana che, al riguardo, gode di una elevata discrezionalità nel deliberare ammissioni, sospensioni e revoche dei titoli tanto da verificarsi il paradosso per cui alcune società, pur non rispettando i requisiti di quotazione, rimangono ugualmente quotate nel listino. Il venir meno delle condizioni da rispettare, quindi, non comporta automaticamente la revoca o la sospensione del titolo dalle contrattazioni, spettando comunque a Borsa Italiana la delibera finale. Si tratta di un potere che da un lato può implicare un trattamento non egualitario delle società quotate, privilegiando le grandi imprese, dall'altro, però, consente a società tendenzialmente solide di non uscire dal mercato a seguito, ad esempio, di una crisi momentanea.

In Italia, le norme di esclusione dalle negoziazioni sono sancite nel Titolo 2.5 del Regolamento di Borsa Italiana S.p.A. che, stabilisce le modalità di sospensione o revoca della quotazione stabilite dalla società di gestione (cd. delisting obbligatorio).

In dettaglio, l'art. 2.5.1 (Sospensione e revoca dalla quotazione) sancisce che: Borsa Italiana può disporre: la sospensione dalle negoziazioni dalla quotazione di uno strumento finanziario, se la regolarità del mercato dello strumento stesso non è temporaneamente garantita o rischia di non esserlo ovvero se lo richieda la tutela degli investitori; la revoca dalla quotazione e dalle negoziazioni di uno strumento finanziario, in caso di prolungata

carenza di negoziazione ovvero se reputa che, a causa di circostanze particolari, non sia possibile mantenere un mercato normale e regolare per tale strumento.

Ai fini della sospensione dalle negoziazioni dalla quotazione di cui al comma precedente, quindi, Borsa Italiana (al pari di altre legislazioni straniere, si pensi agli USA) fa prevalente riferimento ai seguenti elementi: diffusione o mancata diffusione di notizie che possono incidere sul regolare andamento del mercato; delibera di azzeramento del capitale sociale e di contemporaneo aumento al di sopra del limite legale; ammissione dell'emittente a procedure concorsuali; scioglimento dell'emittente; giudizio negativo del revisore legale o della società di revisione legale, ovvero impossibilità per il revisore legale o la società di revisione legale di esprimere un giudizio, per due esercizi consecutivi.

Qualora nel periodo in cui uno strumento finanziario è sospeso dalle negoziazioni dalla quotazione si siano verificate modifiche sostanziali nella situazione economico, patrimoniale o finanziaria dell'emittente, Borsa Italiana può subordinare la revoca del provvedimento di sospensione, nel solo interesse della tutela degli investitori, alle condizioni particolari che ritenga opportune, nei limiti delle competenze di cui all'articolo 2.1.2 del Regolamento e che siano esplicitamente comunicate all'emittente.

Ai fini della revoca della quotazione e dalle negoziazioni Borsa Italiana farà prevalentemente riferimento ai seguenti elementi: controvalore medio giornaliero delle negoziazioni eseguite nel mercato e numero medio di titoli scambiati, rilevati in un periodo di almeno diciotto mesi; frequenza degli scambi registrati nel medesimo periodo; grado di diffusione tra il pubblico degli strumenti finanziari in termini di controvalore e di numero dei soggetti detentori; ammissione dell'emittente a procedure concorsuali; giudizio negativo del revisore legale o della società di revisione legale, ovvero impossibilità per il revisore legale o la società di revisione legale di esprimere un giudizio, per due esercizi consecutivi; scioglimento dell'emittente; sospensione dalle negoziazioni dalla quotazione per una durata superiore a 18 mesi.

Qualora sussista un obbligo di acquisto ai sensi dell'articolo 108, commi 1 e 2, del Testo Unico della Finanza, i titoli oggetto degli acquisti ai sensi di legge sono revocati dalla quotazione e dalle negoziazioni a decorrere dal giorno di borsa aperta successivo all'ultimo giorno di pagamento del corrispettivo, salvo che il soggetto obbligato ai sensi dell'articolo 108, comma 1, del Testo Unico della Finanza abbia dichiarato che intende ripristinare il flottante. Qualora sussistano i presupposti

di cui all'articolo 111 del Testo Unico della Finanza, i titoli oggetto degli acquisti ai sensi di legge sono sospesi e/o revocati dalla quotazione e dalle negoziazioni tenuto conto dei

tempi previsti per l'esercizio del diritto di acquisto. Borsa Italiana darà comunicazione della data di revoca al mercato con congruo anticipo. Nei casi di cui ai paragrafi precedenti, Borsa Italiana potrà altresì disporre la contestuale revoca dalla quotazione e dalle negoziazioni della totalità delle azioni prive del diritto di voto, ove vi sia stata una offerta estesa alla totalità delle stesse, tenuto conto del controvalore complessivo del loro flottante residuo. Borsa Italiana determina nelle Istruzioni le modalità di revoca della quotazione degli strumenti finanziari caratterizzati da una durata limitata nel tempo o per i quali abbia luogo l'integrale conversione o concambio in altro strumento finanziario a seguito di operazioni societarie.”

Si differenzia, dunque, tra due tipi di revoche dal listino: da un lato una interruzione non prevista del normale processo di contrattazione di uno strumento finanziario (la sospensione), che viene disposta nel caso in cui, per un breve periodo, la quotazione di un titolo non garantisca la regolarità del mercato o la tutela degli investitori; dall'altro, invece, una cancellazione definitiva (la revoca), che si riferisce alle situazioni in cui sia impossibile mantenere un mercato normale e regolare per un atto titolo.

Con riguardo alla sospensione dalla quotazione, Borsa Italiana fa riferimento a determinati indici: Le sospensioni delle negoziazioni, dunque, possono essere discrezionali (quando sono dichiarate dalle autorità di mercato in circostanze che possono generare turbative all'ordinato svolgimento delle negoziazioni) o automatiche (ad esempio in caso di assenza o incertezza di specifiche soglie di variazione del prezzo, quindi, quando sono automaticamente generate da un evento particolare).

Mentre, inoltre, i casi di sospensione sono temporanei e si riferiscono a situazioni in cui, a causa dell'alta volatilità dei listini, gli investitori sono esposti a rischi eccessivi, quelli di revoca possono considerarsi dei delisting standardizzati, cioè delle condizioni che se si verificano possono portare ad un potenziale delisting del titolo.

Nei primi due casi previsti (cioè controvalore medio giornaliero delle negoziazioni e frequenza degli scambi) si specifica che la sussistenza di questi elementi deve essere rilevata per un periodo di almeno diciotto mesi, di modo da poter ritenere tale assetto consolidato e non momentaneo per l'eliminazione del titolo dal listino.

Il Regolamento, in aggiunta a tali fattispecie, oltre al riferimento al grado di diffusione degli strumenti finanziari tra il pubblico, riprende tre elementi già considerati per la sospensione: l'ammissione della società a procedure concorsuali, il giudizio negativo della società di revisione e lo scioglimento dell'emittente. In tali ipotesi il Regolamento sembra consentire a Borsa Italiana di decidere caso per caso tra l'emanazione di un provvedimento

di sospensione o la revoca vera e propria, che, come accennato, può avvenire dopo i diciotto mesi⁶⁷.

Accanto al delisting involontario si colloca il delisting volontario, che può aversi anche a seguito di un'offerta pubblica di acquisto (OPA) che seppure deliberato formalmente da Borsa Italiana, deve essere, tuttavia, trattato come un tipo di delisting volontario. Può accadere, infatti, che gli stessi azionisti che avevano deciso per la quotazione, decidano successivamente di promuovere il riacquisto della totalità delle azioni in circolazione, implicando il venir meno di uno dei requisiti per la permanenza sul listino, il flottante, cioè il numero di azioni circolanti emesse da una società non rappresentative della parte di capitale che costituisce partecipazione di controllo, disponibili per la negoziazione in Borsa. Alla società è richiesto un flottante minimo per l'ammissione alla quotazione, cioè il 25% del capitale per le azioni negoziate nei segmenti di Borsa. Nell'art. 2.5.1 comma 6, si dispone, infatti, la revoca delle azioni dal mercato nei casi previsti dall'art. 108 TUF (obbligo di acquisto) o diritto di squeeze out riconosciuto dall'art. 111 del TUF Al di fuori dei casi di opa il corrispettivo è determinato dalla Consob, tenendo conto del corrispettivo dell'eventuale OPA precedente e/o del prezzo di mercato dello strumento finanziario in questione nei sei mesi precedenti all'annuncio dell'offerta pubblica di acquisto. Un altro caso che si può annoverare tra i *delisting* volontari, anche se la decisione di *delisting* viene formalmente presa da Borsa Italiana, seppur in assenza di discrezionalità è la fusione per incorporazione dell'azienda in un'altra società. La società target, venendo incorporata, sarebbe costretta ad abbandonare il listino, venendo meno la sua autonomia e più in generale la propria identità⁶⁸. Il delisting volontario viene disciplinato dal Regolamento di Borsa italiana all'articolo 2.5.6, che disciplina i casi di revoca dei titoli su richiesta della società emittente. L'art 2.5.6 deve

essere analizzato unitamente all'art. 133 del TUF laddove si stabilisce la possibilità per le società emittenti italiane con azioni quotate in borsa, di richiedere l'esclusione delle negoziazioni dei propri titoli previa deliberazione da parte dell'assemblea straordinaria. L'esclusione dalle negoziazioni delle obbligazioni quotate in Borsa è subordinata al ricorrere di determinate condizioni quali la carenza degli scambi per almeno 18 mesi; un ammontare residuo del prestito inferiore a 2,5 milioni di euro o importo equivalente; un numero di possessori inferiore a 200 per le obbligazioni emesse da soggetti diversi da

⁶⁷ Cit. da Regolamento Borsa Italiana consultabile in www.borsaitaliana.it e d.lgs 58/98 (TUF) cui si rimanda per la visione dettagliata della normativa.

⁶⁸ Cit. Del Giudice A., *Going Private transactions, Perché le società abbandonano la borsa.*, Edizioni a stampa, 2012, pag. 21ss.

banche; l'impegno dell'emittente, almeno fino alla data di decorrenza dell'esclusione dalle negoziazioni di cui al comma 4, ad acquistare, direttamente o incaricando un soggetto, le obbligazioni in circolazione su richiesta dei portatori. Borsa Italiana, su richiesta dell'emittente, si riserva di derogare alla prima condizione qualora la richiesta sia inoltrata a seguito di offerta pubblica totalitaria.

L'emittente può altresì chiedere l'esclusione dalle negoziazioni delle obbligazioni quotate in Borsa al ricorrere di condizioni quali: possesso integrale da parte dell'emittente degli strumenti finanziari; assenza di scambi nelle due sedute di Borsa antecedenti la data della richiesta di esclusione; impegno dell'emittente a garantire l'assenza di scambi sino alla data di esclusione dalle negoziazioni disposta da Borsa Italiana.

Ai fini dell'esclusione dalle negoziazioni di obbligazioni quotate in Borsa, le società emittenti inoltrano a Borsa Italiana apposita richiesta scritta, sottoscritta dal legale rappresentante, conforme agli schemi contenuti nelle Istruzioni e completa della documentazione indicata negli stessi schemi.

Borsa Italiana, acquisita la richiesta da parte dell'emittente ed espletate le operazioni di verifica, entro 5 giorni dalla ricezione della richiesta, dispone l'esclusione dalle negoziazioni indicando la data di decorrenza della stessa. Nel caso previsto dal comma 1, dalla ricezione della richiesta alla effettiva esclusione dalle negoziazioni decorrono almeno 60 giorni.

Quanto all'esclusione su richiesta dalle negoziazioni ex art. 133 TUF si stabilisce che, ai fini dell'esclusione dalle negoziazioni, le società emittenti italiane con azioni quotate sul mercato MTA e MIV inoltrano a Borsa Italiana apposita richiesta scritta, sottoscritta dal legale rappresentante.

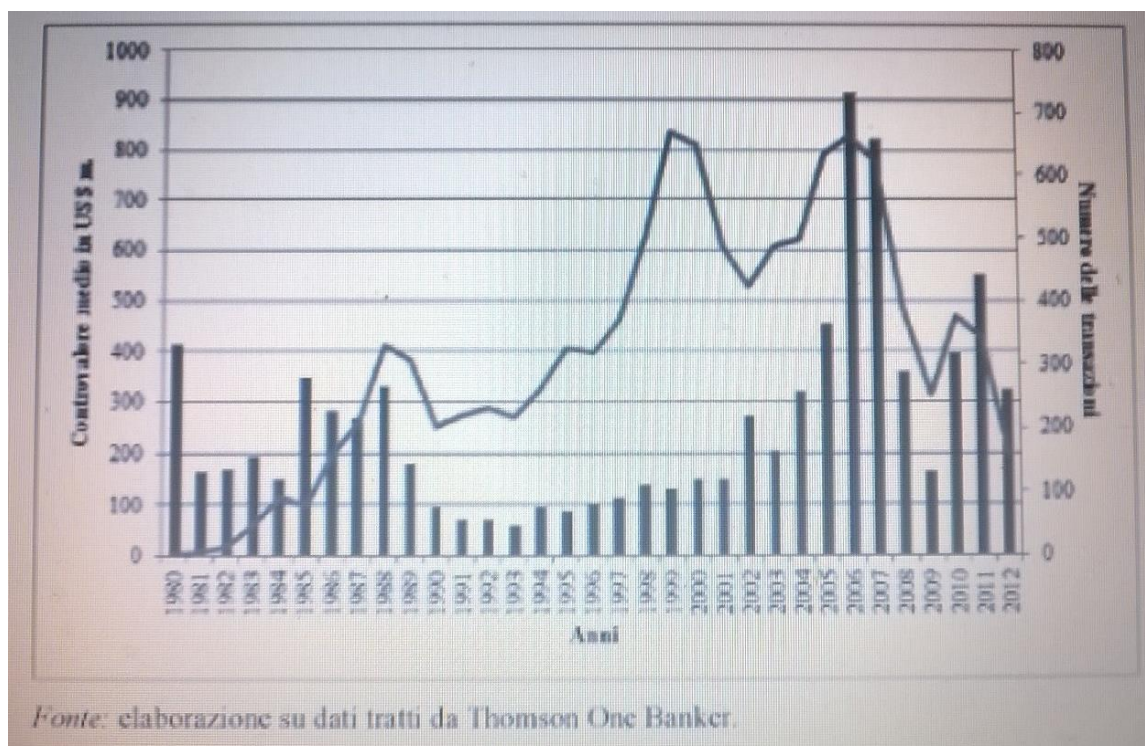
Le società emittenti allegano alla domanda di esclusione di cui al comma precedente una documentazione comprendente la delibera dell'assemblea straordinaria di richiesta di esclusione dalle negoziazioni; l'attestato dell'ammissione a quotazione in altro mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione Europea; nel caso di ammissione a quotazione in un mercato extracomunitario, parere legale circa l'esistenza nel mercato di quotazione di una disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria applicabile all'emittente ovvero parere favorevole, rilasciato dalla Consob, circa l'esistenza di altre condizioni atte a garantire una tutela equivalente agli investitori. Tali pareri sono da allegare solo quando la richiesta di esclusione riguarda le azioni ordinarie. Dalla delibera di cui alla lettera, alla effettiva esclusione dalle negoziazioni decorre almeno un mese. Borsa Italiana, entro dieci giorni dalla presentazione della richiesta dispone l'esclusione dalle

negoziazioni indicando la data di decorrenza della stessa. Il provvedimento di è tempestivamente comunicato al pubblico mediante . Quindici giorni prima della data di decorrenza dell'esclusione dalle negoziazioni, l'emittente pubblica un avviso che rinnova l'informativa al pubblico circa l'imminente esclusione dalle negoziazioni .

B. LE MOTIVAZIONI ALLA BASE DEL DELISTING.

L'aumento del numero di società che decidono di abbandonare il mercato è stato così significativo da determinare la necessità di indagare sulle motivazioni alla base di tale scelta. Si tratta, invero, di una dinamica che ha caratterizzato mercati finanziari come quello statunitense, fin dagli anni ottanta. La motivazione che spinse a questa prima ondata di going private grandi compagnie caratterizzate da stabilità, flussi di cassa ingenti e scarsa possibilità di crescita sembra essere stata la necessità di ridurre i costi di agenzia per utilizzare il danaro disponibile in modo più efficiente, al fine di ristrutturare la società con conseguente miglioramento della posizione competitiva della stessa. Fig. 7

Fig. 7 – Ondate di going private



In Fig. 7 è evidenziato l'ammontare medio delle transazioni realizzate, mentre la linea ne indica il numero totale. Si evince come negli anni ottanta c'è stata un'impennata del numero delle transazioni fino al termine del decennio, con un controvalore medio significativo. La seconda fase, iniziata nel 1997 ha avuto due picchi nel 1999 e nel 2006, per quanto riguarda il numero delle transazioni. Valori medi più elevati si registrano nel 2006 e 2007 viste alcune acquisizioni di dimensione anomala provenienti da fondi affidati a società di private equity⁶⁹.

I successivi going private, tuttavia, non hanno gli stessi caratteri sotto il profilo della motivazione ed alla diffusione. Infatti fenomeni di questo tipo si riscontrano oggi a livello globale e non più solo nel Regno Unito o negli USA, diffondendosi nel periodo appena antecedente la crisi del 2007. Inoltre le società coinvolte hanno caratteri quasi antinomici rispetto a quelle descritte prima, essendo di recente costituzione e non radicate, a concentrazione proprietaria, con scarsi flussi di cassa, di ridotte dimensioni ma aventi ampie prospettive di crescita.

Se occorre trovare un legame tra la decisione, per una società, di quotarsi in Borsa e poi procedere al delisting, sembrerebbe risiedere nella difficoltà di queste ad attrarre

⁶⁹ Cfr. Del Giudice A., Going Private transactions, Perché le società abbandonano la borsa., Edizioni a stampa, 2012, pag. 21ss.

l'attenzione degli investitori, di modo da poter utilizzare il mercato per finanziare la crescita tramite modalità alternative al ricorso del credito.

Come evidenziato da taluni⁷⁰ i motivi del disinteresse degli investitori risiede sia nelle caratteristiche di tali società, sia nelle esigenze di investimento dei potenziali finanziatori che riduce la liquidità dei titoli e, dunque il loro valore sul mercato, determinando la scelta del going private al fine di trovare finanziatori più adeguati a sostenere la crescita del valore della società (esempio tramite i private equity).

Tali operazioni possono determinare da un lato, la preoccupazione che la fuoriuscita dal mercato quotato sia determinato dall'intento di danneggiare gli azionisti di minoranza e, dall'altro, del fallimento della Borsa quale strumento di vigilanza sull'operato delle società. Alcuni studi⁷¹ hanno, tuttavia, evidenziato che il going private genera valore per l'impresa sotto il profilo di una maggiore efficienza, mentre il ruolo di controllo della borsa non viene del tutto meno considerando i numerosi fenomeni di ri-quotazione nel mercato.

Nonostante la dettagliata disciplina di garanzia, resta il fatto che in Italia, invero, il fenomeno del *delisting* ha avuto una diffusione più limitata rispetto altri mercati finanziari, in parte ciò sia a ragione delle evidenziate caratteristiche del sistema capitalistico italiano sia date le più esigue dimensioni del mercato borsistico. Il *delisting* al pari dell'ingresso in borsa, può presentare molteplici opportunità di lucro e, come anticipato, può essere perseguito con differenti motivazioni che possono essere positive o negative per gli azionisti. Alcune delle motivazioni più comuni includono, ad esempio, preservare il capitale dato che i costi per l'ingresso e la permanenza in borsa possono essere significativi, al punto che la dismissione dal mercato azionario in taluni casi può determinare il salvataggio di una compagnia.

Qui è la società stessa che chiede il *delisting* (cd. *going dark*)⁷². La società quotata può determinarsi per il *delisting* al fine di acquistare le proprie azioni e gestire in modo non quotato la società stessa (cd. *going private transaction*), consentendo agli azionisti ritorni economici nel breve periodo⁷³.

⁷⁰ Cfr. Geranio M., I *delisting* dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze, Paper 7/4, Newfin, Università Bocconi Milano, 2004, pag. 6 ss.

⁷¹ Cfr. Del Giudice A., *Going Private transactions, Perché le società abbandonano la borsa.*, Edizioni a stampa, 2012.

⁷² Fidanza B., Morresi O., Pezzi A., *The decision to Delist from the Stock Market, Theory and empirical Evidence of going private*, Palgrave Macmillan, 2018.

⁷³ *Ibidem*.

O, ancora, può motivarsi per articolare in modo differente la distribuzione nei mercati delle azioni quotate ad esempio tramite la cessazione di una quotazione secondaria. Si tratta di una operazione finanziaria in cui una società, già quotata sul mercato domestico, decide di quotarsi anche su una seconda piazza finanziaria, in tal caso ci si trova di fronte alle stesse azioni, ma quotate in due diversi mercati. Invero taluni ritengono che le migliori opportunità speculative sottostanti il delisting possono registrarsi in ordine a quelli volontari, laddove in management ritiene che il valore intrinseco della società sia superiore e, dunque, sul mercato azionario vi sia una sottovalutazione dei titoli. Le ragioni di una fuoriuscita dal mercato azionario, sono state esplorate anche tenendo conto della ricchezza creata per gli azionisti⁷⁴.

In genere, essa può misurarsi valutando il rendimento anomalo cumulato di cui godono gli azionisti nell' intervallo a cavallo dell'annuncio della transazione, oppure attraverso l'osservazione del premio pagato dall'acquirente rispetto al valore di mercato del titolo. (cd. CAAR)

⁷⁴ Cfr. Del Giudice A., *Going Private transactions, Perché le società abbandonano la borsa.*, Edizioni a stampa, 2012

Fig. 7

Tab. 1 – Premi pagati in operazioni di going private

Paper	Anni	Dove	Tipo	N.	Premio
DeAngelo et al. (1984)	1973-1980	US	ALL	72	56,3%
Lowenstein (1985)	1979-1984	US	MBO	28	56,0%
Lehn e Poulsen (1989)	1980-1987	US	ALL	257	36,1%
Amihud (1989)	1983-1986	US	MBO	15	42,9%
Kaplan (1989a, b)	1980-1985	US	MBO	76	42,3%
Asquith e Wizman (1990)	1980-1988	US	ALL	47	37,9%
Harlow e Howe (1993)	1980-1989	US	ALL	121	44,9%
Travlos e Cornett (1993)	1975-1983	US	ALL	56	41,9%
Easterwood et al. (1994)	1978-1988	US	MBO	184	32,9%
Weir et al. (2005)	1998-2000	UK	ALL	95	44,9%
Renneboog et al. (2007)	1997-2003	UK	MBO	137	40,5%
Mehran e Peristiani (2010)	1990-2007	US	ALL	262	35,5%
Geranio e Zanotti (2010)	2005-2005	EU	ALL	106	21,2%
Guo et al. (2011)	1990-2006	US	LBO	192	29,2%
Croci e Del Giudice (2012)	1997-2005	EU	ALL	429	31,0%

Da questi dati si può evincere l'entità dei premi, che vanno da un minimo del 21,2% (rilevato per i going private europei), ad un massimo del 56,3% per i going private più risalenti.

Un delisting non si realizza sempre in un'unica operazione, quindi la quantificazione del rendimento anomalo può essere distorta dalla possibile incertezza nell'identificare la data dell'annuncio. Confrontando i diversi lavori empirici si deduce che in Europa vengono pagati premi più bassi perché promossi con più frequenza dall'azionista di controllo e, quindi, non includono un premio aggiuntivo per il controllo, richiesto agli altri acquirenti⁷⁵. Per quanto riguarda i rendimenti anomali relativi ad intervalli temporali espressi in giorni, anche in questo caso si può verificare come i delisting europei corrispondano agli azionisti rendimenti anomali più bassi rispetto a quelli corrisposti negli Stati Uniti. Geranio e Zanotti (2010) considerano un campione di 106 *PTP deals* avvenuti nei principali mercati dell'Europa continentale tra il 2000 e il 2005 concentrandosi sullo studio del guadagni cumulativi (CAAR), definito come il guadagno complessivo realizzato mediamente dagli azionisti di una società in procinto di subire un delisting, grazie all'andamento anomalo assunto dal prezzo del titolo a seguito dell'annuncio al mercato della vicina dequotazione della società. L'aspetto rilevante rimane comunque il fatto che queste transazioni, sia

⁷⁵ Ibidem.

considerando i premi sia i CAR, generano ricchezza e la determinazione delle fonti da cui deriva questa ricchezza importante perché aiuta a capire quali siano le motivazioni alla base della decisione di un *going private*. I vari studi sul fenomeno⁷⁶ analizzano accuratamente le importanti motivazioni che spingono verso la realizzazione di queste operazioni: Benefici fiscali : i delisting sono certamente operazioni che garantiscono un incremento dei benefici fiscali dovuto all'incremento della leva finanziaria. Questi benefici sono associati allo scudo fiscale del debito, perché a differenza dei dividendi, gli interessi passivi sono fiscalmente deducibili. In alcuni studi, tuttavia, la relazione tra l'incremento di ricchezza a favore degli azionisti e la variabile fiscale non è risultata significativa, per cui si concorda circa l'impossibilità di attribuire alla questione fiscale una rilevanza determinante nella decisione di intraprendere un *going private*, anche se rimane un fattore importante⁷⁷. Anche la riduzione del conflitto tra managers e azionisti può essere attenuato a seguito di un'operazione di *going private*, perché si realizza generalmente una concentrazione della proprietà dell'impresa, comportando la riunificazione tra proprietà e controllo. Vantaggi dalla fuoriuscita dal mercato azionario. Altra fonte di ricchezza generata dai *going private* riguarda l'utilizzo dei flussi di cassa disponibili. E' stato evidenziato l'interesse dei manager ad utilizzare i flussi di cassa in eccesso per accrescere le dimensioni aziendali (*empire building*), così da accrescere il grado di notorietà della società. Ancora, è possibile altresì ottenere significative riduzioni dei costi di transazione, i quali si distinguono in: costi che riguardano la ricerca e valutazione degli input da reperire, dei clienti e dei fornitori con cui relazionarsi, più in generale ogni qualvolta la società deve rapportarsi con il mercato per soddisfare i suoi bisogni; spese che una società deve sostenere durante la negoziazione con l'altra parte contrattuale per arrivare a concludere l'accordo; costi per la realizzazione del contratto e della transazione prevista da questo. Costi per la quotazione elemento non trascurabile nella decisione di abbandonare la Borsa, sono riconducibili alle commissioni da corrispondere all'organizzatore del mercato e ai costi indiretti relativi sia alla produzione delle informazioni sia agli oneri regolamentari richiesti dalla normativa. Tecniche di difesa: i *going private* possono essere considerati anche uno strumento anti scalata. Il management, per il timore di una acquisizione, può considerare la possibilità di *buy-out*. (L'azienda viene acquistata in gran parte da un gruppo di manager). Quindi i manager potrebbero, supportati spesso da un fondo di *Private Equity*,

⁷⁶ Cfr. Del Giudice A., *Going Private transactions, Perché le società abbandonano la borsa.*, Edizioni a stampa, 2012

⁷⁷ Cfr. Hamid Mehran Stavros Peristiani; *Review of Financial Studies*, "2010, Vol. 23 ; Issue 2, Economic Papers: Financial Visibility and the decision to go private.

acquisire partecipazioni rilevanti per impedire scalate ostili . Un'altra motivazione riguarda la sottovalutazione del titolo, soprattutto a seguito dello scoppio della crisi economico/finanziaria del 2007. Come già accennato nelle motivazioni alla base della permanenza sul mercato azionario vengono meno quando la società non può accedere al mercato azionario come fonte di finanziamento per la crescita. In ragione dei costi sostenuti per l'entrata e il mantenimento del titolo in un listino, il mancato fruire dei benefici, rende razionale la decisione di una fuoriuscita.

In alcuni casi il titolo non esprime il reale valore a causa della poca competenza del management attuale, che non ha capacità o esperienza per impiegare in modo ottimale le potenzialità dell'impresa, non riuscendo a farne emergere tutto il valore. Questo fenomeno, riguarda più frequentemente società con bassa capitalizzazione e dimensioni ridotte, che non hanno un'elevata attrattività per il mercato.

Ristrutturazione organizzativa: una società quotata, è fortemente vincolata al giudizio del mercato per ogni operazione compiuta. La libertà d'azione risulta incisa, così come la flessibilità strategica e operativa. Questo non permette, spesso, la realizzazione efficace di programmi di ristrutturazione organizzativa, che invece la concorrenza sui mercati e la veloce evoluzione della domanda e delle modalità di commercializzazione prodotti richiedono. Molte imprese si sono quindi dimostrate favorevoli ad un'operazione di delisting proprio per implementare i piani di ristrutturazione e risanamento necessari senza dover temere le limitazioni che lo status di società quotata implica. Contrasto tra la politica dei dividendi che si intende adottare e lo status di società quotata: una società, infatti, quotata può decidere di trattenere gli utili e non distribuirli, cioè adottare una politica volta all'autofinanziamento. Questa scelta, soprattutto in periodi di crescita, può essere valutata negativamente dal mercato e provocare un decremento del valore delle azioni, per questo motivo il delisting può essere la soluzione a questo problema.

Sono, dunque, varie le motivazioni alla base della scelta di intraprendere un percorso che conduca la società all'abbandono del mercato borsistico, sono, inoltre, ragioni che possono presentarsi in modo combinato, con un diverso ordine di priorità da impresa a impresa, valutazioni che seguono sia le diverse esigenze societarie che le mutate condizioni di mercato.

In particolare Geranio (2004) sottolinea la possibilità di chiarire le ragioni e, dunque la ratio della struttura OPA, guardando al soggetto che promuove il l'abbandono del mercato azionario.

Esso può essere promosso, da un lato, da un gruppo di investitori esterni non facenti parte dell'azionariato corrente, sono solitamente di carattere istituzionale come i Fondi di *Private Equity* che mirano ad acquisire il controllo della società attraverso un *buyout*; dall'altro dagli azionisti di maggioranza che si avvalgono di un veicolo finanziario, se questi soggetti avevano optato precedentemente per la quotazione della società può significare che la strategia di quotazione non ha raggiunto i risultati sperati in termini di obiettivi prefissati, oppure che la strategia di quotazione era motivata soltanto da esigenze di tipo speculativo di breve periodo; da un nuovo potenziale azionista interessato al buyout e il conseguente *delisting*. Se, inoltre, l'acquisizione è promossa da un gruppo di manager che già lavorano nella società target si parla di *Management buy out*, se invece promossa da un nuovo azionista come ad esempio un concorrente allora si parla di *Management buy in*.

Le finalità perseguite invece sono di diversa natura e vanno dall'intento di garantire una autonomia gestoria, ad esempio nel caso in cui gli azionisti di maggioranza vogliono condurre la società fuori dal listino, in modo tale da avere la libertà di azione necessaria a realizzare programmi di ristrutturazione o risanamento, a quelle più strettamente finanziarie: qualora l'acquirente svolga l'attività di gestione di partecipazioni in altre imprese. Ovvero nel caso in cui vi siano finalità strategiche: quando l'acquirente intende integrare strategicamente e operativamente alla propria propria, l'attività della società emittente.

Infine il *delisting* può essere utilizzato anche per assecondare piani manageriali, si pensi a quando l'operazione è condotta dal management attuale che dimostra di avere piani differenti da quelli degli azionisti, per di gestire in autonomia la società.

C. GLI EFFETTI ECONOMICO FINANZIARI PROVOCATI DAL DELISTING VOLONTARIO O INVOLONTARIO.

Quanto ad alcuni effetti provocati dal *delisting* sugli interessi degli azionisti e sui risultati economico finanziari dell'impresa, taluni studi⁷⁸ hanno rilevato come le società non quotate hanno minori dimensioni, (invero nel mercato italiano le PMI hanno un ruolo significativo anche nel mercato quotato) sono meno indebitate e presentano indici di

⁷⁸ Cfr. Jonathan Macey, Maureen O' Hara, David Pompilio; down and Out in the Stock Market : the Law and Economics of the Delisting Process; Journal of Law and Economics, University of Chicago Press, Vol. 51, 2008.

liquidità più contenuti, hanno un minor tasso di investimento nell'attivo fisso e una crescita delle vendite più contenuta. Inoltre, nel periodo successivo alla *PTP* può constatarsi una riduzione del livello degli investimenti fissi, del totale delle attività e del tasso di crescita delle vendite, insieme alla liquidità aziendale, mentre la profittabilità tende a migliorare, probabilmente a causa delle decisioni di vendita delle risorse non proficue, della riduzione di investimenti non remunerativi e del miglioramento della strategia societaria. L'entità dei guadagni è positivamente correlata alle situazioni di sottovalutazione, di bassi livelli di controllo proprietario da parte del management ed è negativamente correlato al livello dei costi attribuibili al mantenimento della quotazione.

Invece, per le società la cui privatizzazione del capitale è avvenuta attraverso un LBO può succedere che l'elevato indebitamento contratto dai promotori dell'operazione porti a situazioni di dissesto economico- finanziario. Risulta possibile sostenere l'esistenza di una relazione diretta tra l'entità del debito assunto in origine dalla *newco* e il rischio di fallimento gravante sulla target successivamente alla realizzazione del delisting.

Croci e Del Giudice (2010) considerando alcuni svantaggi delle operazioni di *going private*, sostengono che il management debba ben valutare la decisione di abbandonare il mercato regolamentato. E' evidente, infatti, come la perdita dei benefici dovuti alla quotazione possa essere un fattore di importanza elevata nella scelta fra restare sul mercato azionario o uscirne, inoltre il *delisting* spesso risulta un'operazione costosa, temporalmente dilatata e complessa. Se ne può desumere che la dismissione dal mercato azionario sia da considerarsi un evento di particolare impatto per la società, poiché genera cambiamenti nell'organizzazione e nella composizione manageriale. In certi casi, tuttavia, è da ritenersi l'unica soluzione possibile per risanare lo stato di salute economico- finanziaria della società, evitandone il dissesto.

Può poi anche accadere che i benefici della quotazione si rivelino inferiori rispetto agli effetti negativi sopportati con la privatizzazione del capitale sociale e che, dunque, la società può avere la necessità di godere di tutti i vantaggi realizzabili con la quotazione, in particolare di un miglioramento dello stato di liquidità che la caratterizza dalla diversificazione del rischio gravante sulle attività fino ad una maggiore visibilità. Può quindi accadere che la società che ha intrapreso l'operazione di *going private*, voglia quotarsi di nuovo; la probabilità che questo avvenga nei due anni successivi all'abbandono del listino è molto limitata, ma cresce fra il terzo e quinto anno, sino a raggiungere un 60% dal sesto anno in poi.

Gli studi citati⁷⁹ cercano di analizzare i fattori che spiegano il ritorno di una società in borsa e quindi sulla durata dello status di private company ed individuano i seguenti: la dimensione e la notorietà dell'impresa, che presentano una relazione diretta con le probabilità di un nuovo ingresso nel mercato azionario, la struttura della proprietà, le caratteristiche e le competenze del management, le motivazioni alla base del precedente delisting e le dinamiche che caratterizzano l'ambiente esterno.

Un altro aspetto che costituisce un elemento di rilevante discussione in ambito dottrinale, è, poi, la posizione degli azionisti di minoranza⁸⁰ nelle operazioni di dismissione dal mercato azionario. Il conflitto tra management e azionisti dal punto di vista teorico, deriva dal fatto che la superiorità informativa di cui godono i manager potrebbe essere utilizzata per espropriare gli azionisti di minoranza, ma in questo caso le ricerche hanno dimostrato che non esiste un'evidenza di estrazione di ricchezza ai danni degli azionisti di minoranza o che, in ogni caso, essa è difficilmente dimostrabile.

Il proponente l'acquisizione può essere anche l'azionista di controllo, ovvero colui che detiene la maggioranza delle azioni in una società. Similmente al management, infatti, si può assumere che l'azionista di controllo sia in possesso di informazioni privilegiate e che agisca sfruttando la superiorità informativa. Da questa considerazione nasce il sospetto che Il proponente l'acquisizione può essere anche l'azionista di controllo, ovvero colui che detiene la maggioranza delle azioni in una società. Similmente al management, infatti, si può assumere che l'azionista di controllo sia in possesso di informazioni privilegiate e che agisca sfruttando la superiorità informativa. Ne deriva che questi potrebbe decidere di rilevare la società quando il prezzo è conveniente. Gli azionisti di minoranza, a causa dell'esigua quota di capitale sociale posseduta, hanno un potere decisionale abbastanza esiguo nell'eventuale scelta del management o degli azionisti di maggioranza di privatizzare il capitale sociale; gli azionisti di minoranza sono anzi costretti, a volte, a partecipare ad operazioni che potrebbero pregiudicare o addirittura essere deleterie per i loro interessi, senza avere la possibilità di intervenire nella decisione finale.

Inoltre nella fattispecie di *going private* realizzato con operazioni di BOSO, emerge ancor più lo svantaggio sopportato da questi azionisti, che devono sottostare al diritto da parte degli azionisti di controllo di esercitare lo *squeeze out*, obbligandoli a cedere le azioni in

⁷⁹ Cfr. Renneboog, L.D.R., & Simons, T. (2005). Public-to-Private Transactions; LBOs, MBOs, MBIs and IBOs. (Center Discussion Paper, Vol. 2005-98). Tiburg : Finance.

⁸⁰ Cfr. Del Giudice A., *Going Private transactions, Perché le società abbandonano la borsa.*, Edizioni a stampa, 2012

loro possesso in cambio di un corrispettivo fissato senza avere possibilità alcuna di rifiutarsi.

Nei casi in cui l'acquisizione è promossa dagli azionisti di controllo la superiorità informativa di cui godono conduce ad un trasferimento di ricchezza ai danni degli azionisti di minoranza, infatti l'azionista di controllo detiene un'opzione, cioè quella di poter effettuare un *freeze out* liquidando gli azionisti di minoranza. Conviene esercitare questa opzione soltanto se il valore dell'impresa (il sottostante dell'opzione) è più elevato rispetto al quello che dovrà pagare, premio incluso, agli azionisti di minoranza. Gli azionisti di controllo, così come il management, possono avere informazioni privilegiate sui progetti d'investimento e sulla potenziale redditività di quelli ancora non attuati. Quindi l'incremento di valore della società acquisita è generato essenzialmente da un aumento della redditività dei suoi investimenti.

Il rendimento anomalo successivo all'annuncio di delisting può essere sfruttato dai piccoli azionisti, che cedono le azioni in loro possesso al pubblico presente sul mercato al fine di realizzare profitti con ogni probabilità superiori rispetto a quelli potenzialmente ottenibili con l'operazione di *freeze out*, in cui dispongono di un basso potere contrattuale.

In molti casi, però, gli azionisti di minoranza non riescono a liberarsi delle azioni in loro possesso cedendole ad un prezzo vantaggioso al mercato e sono costretti a partecipare al processo di *going private* della società.

Alcune ricerche⁸¹, evidenziano che, anche nei *going private* europei, promossi dall'azionista di controllo, il premio pagato è inferiore a quello di transazioni analoghe.

La motivazione sembra derivare dal fatto che il soggetto che acquisisce non deve pagare un premio per il controllo, che invece sarebbe implicito nell'offerta di un altro acquirente e inoltre egli gode del vantaggio strategico consistente nell'assenza di concorrenti. Sia la presenza dell'azionista di controllo che scoraggia altre offerte sia la mancanza di competizione offre un vantaggio considerevole all'acquirente. Confrontando le valutazioni operative prima e dopo l'acquisizione, non si hanno differenze statisticamente significative per le società oggetto di *buy out* da parte dell'azionista di maggioranza⁸².

Ciò detto non sembrano esserci fondamenta solide ad avvalorare la tesi espropriativa: è vero che gli azionisti di controllo pagano un premio più basso rispetto ad altri acquirenti e questo si giustifica per il fatto di non dover sostenere un premio per il controllo che,

⁸¹ Cfr. Croci E., Del Giudice A., Delisting, controllino, shareholders and firm performance in Europe, in European financial Management, volume 20, Issue 2, 23 febbraio 2012.

⁸² Ibidem

invece, gli altri devono corrispondere per completare la transazione ; inoltre il premio più basso si giustifica anche per l'accennata presenza dell'azionista di maggioranza la cui stessa presenza scoraggia le offerte della concorrenza. Se fosse valida la teoria dell'espropriazione ai danni delle minoranze azionarie dovremmo trovare un incremento delle performance operative della società superiore al premio che è stato pagato. Sotto tale profilo non sembra pleonastico accennare agli strumenti a disposizione di un azionista minoritario per evitare che possa manifestarsi una situazione espropriativa ai suoi danni. L'azionista di minoranza, ha, infatti, la possibilità di avvalersi di alcuni strumenti per tutelare i propri interessi durante un'operazione di delisting ed evitare di svendere le proprie azioni. Se egli dispone di una partecipazione azionaria tale da fargli raggiungere determinati *quorum* assembleari, può opporsi alla decisione dei soci di lanciare un'OPA sulla totalità delle azioni sociali con il fine di privatizzare l'intero capitale sociale. In Italia l'art 2377 stabilisce le modalità con cui tale diritto può esercitarsi, prevedendo anche che: *“I soci che non rappresentano la parte di capitale indicata nel comma precedente e quelli che, in quanto privi di voto, non sono legittimati a proporre l'impugnativa hanno diritto al risarcimento del danno loro cagionato dalla non conformità della deliberazione alla legge o allo statuto”*.

Sono possibili anche eventuali azioni legali con la finalità di bloccare l'OPA, se gli azionisti di minoranza non raggiungono la quota necessaria per imporre il diritto di veto o se il risarcimento del danno risulta insufficiente. Questo comporterebbe però spese giudiziarie elevate ed anche alte probabilità che l'iniziativa non abbia il successo sperato.

C.1) CONSEGUENZE DEL DELISTING INVOLONTARIO.

Altro aspetto rilevante da considerare è quello degli effetti del delisting involontario⁸³ che, come ogni altro tipo di revoca dalle contrattazioni, è certamente un evento traumatico per le imprese e i loro azionisti. Sembra infatti che oltre alla perdita dei vantaggi della quotazione si tenda a registrare una diminuzione del valore del titolo e un peggioramento dello stato di liquidità che caratterizza l'impresa. Trattandosi, inoltre, di un'uscita obbligatoria, ne risentirebbe l'immagine e la reputazione della società, sia sul piano finanziario che su quello commerciale, è, quindi, opportuno evitare questo tipo di revoca per non incorrere in tali situazioni negative. Questa ultima affermazione è valida a patto

⁸³ Cfr. Jonathan Macey, Maureen O'Hara, David Pompilio, Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process; Journal of Law and Economics, University of Chicago Press, vol. 51 pagg.683-713, Novembre 2008.

che le prospettive di perdita derivanti, per la società e i suoi azionisti, dall'eventuale *delisting* involontario, siano superiori rispetto a quelle che si realizzerebbero continuando a soggiornare sui listini dei mercati regolamentati. Nel caso in cui la prosecuzione della quotazione dovesse essere maggiormente dannosa rispetto alla revoca, allora quest'ultima sarebbe una soluzione ovviamente favorevole e da ricercare.

Altri studi⁸⁴, considerando un campione di imprese domestiche e straniere revocate con decisione dello Stock Exchange, dai principali listini degli Stati Uniti indaga sugli effetti generati dall'*involuntary delisting* sulle principali variabili di mercato che agiscono sull'andamento di un titolo in borsa: prezzo, rischio e liquidità.

Da questo studio emerge un peggioramento delle percezioni di analisti e investitori sulle prospettive di performance future della società, al momento dell'annuncio di un probabile *delisting*, ciò si riverbera sul prezzo dei titoli che subisce una riduzione. In particolare, una società domestica, nei 20 giorni successivi all'annuncio registra in media un calo del prezzo del titolo dell'8,5%, che incrementerà fino al giorno della revoca; una società straniera risente in modo minore di questo effetto sul prezzo, che registra un declino di 4,5 punti percentuali. Questo viene spiegato dal fatto che, una impresa estera, conserva lo status di quotata nel proprio mercato domestico, riuscendo a godere di un certo livello di visibilità e potendo ancora contare sui benefici della quotazione⁸⁵.

In conclusione, la revoca disposta dallo Stock Exchange comporta una significativa perdita di visibilità e prestigio, con riduzioni del potere contrattuale verso le banche e gli intermediari che erogano capitali di credito, ma anche di quello verso clienti e fornitori, in termini di condizioni e tempi di pagamento.

⁸⁴ Cfr. In Del Giudice A. ., *Going Private transactions, Perché le società abbandonano la borsa.*, Edizioni a stampa, 2012

⁸⁵ Come evidenziato in Fidanza B., Morresi O., Pezzi A., *The decision to delist*, 2018, pagg. 6 ss., Che rilevano come, invero, la decisione di lasciare il mercato quotato non implica necessariamente il totale abbandono di essi. Numerose società, infatti, sono poi passate al mercato OTC (Over-the- Counter) piuttosto che sull'OTC e così via. Si tratta di mercati che, pur non essendo centrali, rappresentano comunque sistemi di quotazione . I requisiti per essere quotati sono, tuttavia, molto lontani da quelli sanciti per il mercato di Borsa e, talvolta, si tratta di piazze non del tutto regolamentate. Di conseguenza, occorre differenziare I casi in cui le società che optano per il *delisting* vogliono permanere comunque in qualche tipo di mercato, ovvero ritirarsi a gestione privata.

CAPITOLO III

ANALISI DI CASI PRATICI

A. IL CASO ESSILOR-LUXOTTICA

A.1 STORIA, QUOTAZIONE E DELISTING.

Luxottica è, attualmente, la più grande compagnia italiana di produzione di occhiali. Fondata ad Agordo nel 1961 da Leonardo del Vecchio, è un'impresa che inizialmente produceva occhiali per conto di terzi e, successivamente è diventata autonoma, configurandosi come azienda ad integrazione verticale, cioè produce al suo interno tutte le componenti che accompagnano un occhiale, dalla fattura delle singole parti al prodotto completo. Punto di forza è stato proprio mantenere in Italia l'intera produzione degli occhiali e dei suoi componenti, così da mantenere sotto controllo sia la qualità che i costi⁸⁶. Nel 1990 diventa un'azienda quotata nel NYSE, IPO che, come evidenziato dal gruppo stesso, viene fatta per avere maggiore visibilità internazionale ed aumentare le prospettive di crescita, cioè per uno dei vantaggi connaturati alla decisione di accedere al mercato quotato. Si tratta di un'IPO singolare, nel senso che per la prima volta un'azienda italiana viene quotata prima sul NYSE e poi sulla Borsa di Milano. L'operazione si è conclusa con la raccolta di ottanta milioni di dollari di nuovo capitale⁸⁷.

Invero, già nel 1995 l'azienda ha iniziato la sua espansione con acquisti man mano crescenti, prima acquisendo la catena di negozi di ottica statunitensi Lens Crafters, poi, nel 1999 il gruppo Luxottica ha acquistato la statunitense Ray-Ban, di proprietà della multinazionale Bausch & Lomb. Nel 2001 è stato acquisito il marchio Sunglass Hut International, seguito, nel 2003 da OPSM in Australia. Nel 2007 Luxottica ha acquistato per 2.1 miliardi di dollari Oakley. Nel 2003 acquisisce da Versace e Italo Cremona la I.C. Optics. Nel 2011 ha, poi, acquisito il 100% del gruppo Tecnol per 110 milioni di Euro e nel 2013 ha acquisito la società francese Alain Mikli International. A inizio 2014 ha acquistato il controllo di Glasses.com, piattaforma americana per la vendita di occhiali online. E', poi, del 2014 l'accordo con Google per un nuovo modello di occhiali,

⁸⁶ Cfr. in Luxottica group spa International directory of company histories.detroit:gate research,1997.

⁸⁷ Cfr. www.wikipedia.it, voce Luxottica.

annunciando contestualmente che i due marchi di proprietà più rilevanti (Ray-Ban e Oakley) saranno oggetto della collaborazione col progetto Glass.

Sempre nel 2014 l'azienda subisce un cambio nella struttura di governance e contestualmente avvia una collaborazione con Intel, di modo da sviluppare tecnologie inossidabili in campo ottico. Alla fine del 2016 la Luxottica ha acquisito il gruppo Salmoiraghi e Viganò facendo seguito a un precedente acquisto di una quota di azioni nel 2012. Nel 2017, Luxottica ha di nuovo modificato l'assetto manageriale mentre all'inizio del 2018 è stato acquisito il 67% della società giapponese Fukui Megane, specializzata nella realizzazione di occhiali pregiati in titanio e oro. A giugno del 2018 essa ha rilevato per 140 milioni di euro il marchio Barberini. Il 4 dicembre 2000 le azioni Luxottica sono state quotate sulla borsa di Milano e delistata dalla NYSE il 16 giugno del 2017. Essa è quotata non solo sull'Mta ma anche in vari altri mercati o Mtf quali Chi-X, BATS e Turquoise, nonché nell'OTC statunitense. Anche in questo caso la decisione di abbandonare volontariamente il mercato quotato è stata dettata da fattori evidenziati supra, in particolare nella prospettiva di una maggiore efficienza in vista del progetto di integrazione con Essilor. Tale delisting volontario, come evidenziato nella nota della società, si è inserito nel più ampio processo di semplificazione organizzativa del Gruppo avviato negli ultimi due anni, soprattutto considerando il livello relativamente basso di negoziazioni negli Stati Uniti. Esso è stato fatto in prospettiva di porte risparmi e benefici a tutti gli azionisti così come una maggiore efficienza in vista del progetto di integrazione con Essilor. Nonostante il delisting dal NYSE il titolo è comunque presente in OTC. Come si può osservare è, dunque, un'azienda fino ad oggi prospera, in continua espansione, i cui titoli azionari non hanno subito andamenti negativi.

Nel 2018 Borsa Italiana ha visto il delisting di Luxottica tramite opa e fusione tra la francese Essilor. All'annuncio del delisting si sono aperti diversi scenari per i piccoli azionisti, in particolare la scelta se aderire o meno all'offerta di scambio con le azioni della nuova società Essilor Luxottica. Il rapporto di concambio è stato fissato il 28 novembre 2018 a quota 0,4613 Euro, per ogni cento azioni dell'azienda di del Vecchio un investitore avrebbe ricevuto circa 46 azioni della nuova società, mentre le eventuali frazioni di azioni residuali sarebbero state direttamente monetizzate. L'adesione alla proposta di concambio è stata facoltativa, cioè l'investitore poteva anche scegliere di non aderire; per aderire è stato necessario prestare espressamente il proprio consenso firmato presso la banca in cui sono depositati i titoli Luxottica. Si tratta di una scelta non banale da cui deriva il successivo assetto sia del capitale che del singolo risparmiatore, nonché della nuova entità

imprenditoriale. In base agli accordi del nuovo risparmiatore e della nuova entità, infatti, la percentuale di adesioni alla conversione che è stata poi raggiunta ha influito sull'assetto azionario futuro di EssilorLuxottica.

In dettaglio:

- a) In caso di una quota di conversione superiore al 95% vengono convertite anche le azioni di quel 5% (o meno) che non ha aderito alla proposta di concambio;
- b) Con una quota di conversione compresa tra il 90 e il 95%, in base agli accordi Essilor Luxottica è stata prevista un'offerta residuale per gli azionisti che non hanno aderito alla prima offerta.
- c) Qualora la quota di conversione fosse stata inferiore al 90%, in tal caso Luxottica sarebbe rimasta quotata sul MTA di Borsa Italiana ma con un Flottante molto ridimensionato.

Anche dal punto di vista di un investitore le operazioni che si sono prospettate sono tre:

a. Aderire all'offerta di concambio entro in 28 novembre 2018 (scelta che è stata effettuata dagli investitori istituzionali e dei grandi azionisti).

In caso di buon esito dell'offerta, cioè con una percentuale superiore al 95%, gli azionisti che hanno aderito all'offerta si sono con azioni della nuova entità Essilor Luxottica quotate nella piazza di Parigi (circuito Borsa Euronext);

b. Non aderire all'offerta di concambio. Scegliendo questa opzione gli azionisti si sono rimessi alla scelta della maggioranza. Nel caso in cui fosse raggiunta una soglia superiore al 95% (come è poi accaduto) si sono trovati comunque obbligati a convertire le loro azioni Luxottica.

Nel caso di una percentuale tra il 90 e il 95% sarebbero stati oggetto di una proposta residuale di concambio (probabilmente ad una cifra meno conveniente rispetto a quella della ops), nel caso di percentuale inferiore al 90%, invece, si sarebbero ritrovati in mano azioni Luxottica ancora quotate su Borsa Italiana ma con un flottante talmente ridimensionato da rendere l'investimento poco liquido e comunque soggetto alla possibilità di delisting futuro dell'azienda.

c. Vendere sul mercato le azioni Luxottica prima del 28 novembre 2018. Chi ha scelto questa via ha evitato sia di possedere nuove azioni Essilor Luxottica quotate su un mercato estero, sia di possedere azioni Luxottica eventualmente ancora quotate a Piazza Affari ma con una profondità di mercato molto scarsa.

Quanto agli effetti sul portafoglio, può osservarsi che per un investitore che ha scelto di aderire al concambio di azioni non ci sono sostanziali differenze sul proprio portafoglio

poiché sul conto è stato registrato il possesso di 46 azioni Essilor Luxottica (valore al 28 novembre di 116,9 Euro circa) al posto di 100 azioni Luxottica (valore al 28 novembre 53,8 Euro circa).

La somma frazionale eventualmente residuale è stata monetizzata sul conto dell'investitore.

La prospettiva di chi ha deciso di vendere le proprie azioni Luxottica prima dell'opa, è dipesa dal prezzo di carico del titolo in portafoglio. Solo coloro che hanno il titolo in carico ai valori del 2015 (massimi storici del titolo) ha subito minusvalenze. Tutti coloro che hanno acquistato il titolo tra il secondo e l'ultimo trimestre del 2016 (prima dell'annuncio dell'operazione con Essilor) dovrebbero ottenere plusvalenze potenziali che vanno da qualche punto percentuale finanche al 20-30%. Nessun problema per gli azionisti che possiedono il titolo dal 2001 e successivi (fino al 2015).

Altro aspetto da considerare è quello della tassazione, poiché qualsiasi opzione si è decisa di seguire è bene prestare attenzione anche alle implicazioni fiscali derivanti dall'operazione. Chi, infatti, ha optato nel senso di liquidare l'investimento in Luxottica, è soggetto alla tassazione dell'eventuale plusvalenza del 26%, ossia l'aliquota al momento vigente in Italia. Chi invece decidesse di aderire all'ops e ottenere titoli della nuova Essilor Luxottica, dovrà considerare il regime di doppia tassazione cui saranno soggetti i futuri dividendi. E ciò dato che la sede fiscale di Essilor Luxottica sarà in Francia, per cui l'investitore italiano che riceverà i futuri utili dovrà pagare una doppia aliquota: il 12% in Francia (aliquota ridotta rispetto allo scorso anno quando ammontava al 30%) e il 26% in Italia, per una ritenuta complessiva del 35,472% sul lordo del dividendo.

Successivamente alla chiusura dell'ops il 29 novembre 2018, Luxottica è stata idonea al delisting, essendosi chiusa l'ops con adesioni pari all'81,57%. La nuova Essilor Luxottica sarà quotata a Parigi a seguito della fusione per ops sulle azioni dell'italiana ancora in circolazione, ossia sui titoli non detenuti dalla nuova Essilor Luxottica. Secondo quanto riportato da Borsa Italiana, l'ops, come accennato, si è conclusa con adesioni pari all'81,57% su un totale di 176,2 milioni di azioni italiane. Le azioni che hanno aderito si sono attestate a 143,8 milioni. Ne è derivato che la quota di partecipazione alla Essilor Luxottica ha già superato il 90%, per cui è scattato l'obbligo di opa residuale a chi ne fa richiesta. La fusione darà luogo ad un colosso mondiale dell'ottica.

Il delisting è stato approvato, nel senso che le azioni residue saranno revocate dalla quotazione dal 5 marzo 2019, previa sospensione del titolo nelle sedute del 1 e del 4 marzo 2019.

Da quanto detto si può evincere come la scelta di delistare la società dal mercato borsistico italiano e il successivo trasferimento dei titoli presso la borsa di Parigi, sia stata fatta per scopi fisiologici, ovvero consentire una maggiore efficienza della società stessa, mentre non sembra esserci stata nessun tipo di manovra a sfavore degli azionisti di minoranza, che in ogni caso hanno ricevuto dei rendimenti positivi dalla vendita delle azioni.

B. IL CASO PARMALAT. L'OPA PER DELISTING E CONSEGUENZE NEGATIVE PER GLI AZIONISTI DI MINORANZA.

B.1) STORIA E ACQUISIZIONI.

Parmalat spa è una società italiana che opera nel settore della produzione e commercializzazione di prodotti lattiero caseari con posizioni rilevanti in numerosi mercati. Fondata a Collecchio nel 1961 ha cessato l'attività nel dicembre 2003 dopo lo scandalo finanziario e costituita il 1 ottobre 2005 e poco dopo quotate. Ad oggi fa parte del Lactalis. Dopo continui acquisti partecipazioni in Parmalat hanno portato Sofil sas, società veicolo di Lactalis, a lanciare un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità del capitale della società di Collecchio, per ampliare ulteriormente il proprio mercato di riferimento . L'operazione si è ufficialmente compiuta l'8 luglio 2011. Sofil ha raggiunto una partecipazione in Parmalat pari all' 83,3%.

Nel 2012 il processo di acquisizione di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico da parte di Parmalat Spa nel 2012, operazione a parti correlate. Grazie ad essa Parmalat ha opportunità di espandere i propri orizzonti distribuzione e di ampliare il proprio portafoglio di prodotti e sfruttare sinergie di ricavi e costi con le società americane di Lactalis. Molti rumors hanno sollevato l'ipotesi che l'operazione è stata progettata dai vertici del gruppo francese per dirottare parte della liquidità accumulata da Parmalat verso le proprie casse, per ridurre, almeno parzialmente, l'elevato livello di indebitamento raggiunto in seguito al finanziamento dell'opa su Parmalat nel 2011.

I primi giorni successivi alla quotazione hanno fatto registrare un'elevata volatilità nel titolo Parmalat, infatti, hanno fatto percepire la loro influenza sull'andamento del titolo in borsa, ad esempio un incremento del 2,7% è stato registrato all'inizi di febbraio 2006 in seguito alla ricevuta conferma della possibilità di poter ottenere maggiori risarcimenti, in caso di esito più del procedimento legale . Dopo la quotazione dati positivi già nel 2006,

con un fatturato di gennaio-febbraio di 613 milioni di Euro, in incremento del 9% sugli stessi mesi dell'esercizio precedente. Dopo la pubblicazione dei dati di bilancio il prezzo delle azioni ha avuto un incremento dell'1,63% (al 28/03/06) per un valore di 2,5925 per azione. Risultati positivi ci sono stati anche dopo la decisione di Parmalat di distribuire dividendi, pur minimi, nel 2007 (0,25 euro per azione). Inoltre i bilanci relativi al 2006 riferiscono di un incremento del fatturato del 4,45 rispetto al 2005, trend seguito anche dagli utili, pari a 192 milioni⁸⁸ Ulteriori bilanci positivi vi sono stati, nel 2009, dopo l'incasso di 105 milioni di euro rispetto all'anno precedente.

Un cenno va fatto anche in ordine alla storia del gruppo Lactalis, fondato a Laval nel 1993 e subito in positiva ascesa grazie all'apertura di nuovi stabilimenti ed acquisizione di marchi, in Francia e all'estero. L'opa su Parmalat ha permesso a tale società di sfruttare importanti opportunità di crescita e sviluppo⁸⁹. Anche in Italia l'operato è stato rilevante, dato che oltre all'acquisizione di marchi come Parmalat, ha acquistato anche Locatelli, Galbani e Invernizzi.

Nel comunicato stampa del 17 marzo 2011 Lactalis ha reso nota l'acquisto di una quota rilevante del capitale sociale di Parmalat pari all'11,42%, di cui il 7,28 detenuta direttamente da Lactalis e il 4,14% tramite l'utilizzo di equity swap poi trasferitesi alla stessa Lactalis poco dopo. L'intento formale di queste acquisizioni iniziali era quello di integrare due dei maggiori esponenti mondiali nella produzione e commercializzazione dei prodotti, sfruttando le sinergie che ne sarebbero derivate e la complementarità dei due gruppi per la presenza sui diversi mercati di riferimento.

Da un lato, infatti, Parmalat ha potuto sfruttare l'espansione di mercato di Lactalis, mentre quest'ultima mirava alla posizione di azionista industriale di riferimento.

B.2) L'OPA A FINI DI DELISTING DI LACTALIS SU PARMALAT.

Nel 2011 Lactalis annuncia l'opa volontaria totalitaria su Parmalat spa da parte di Sofil sas. Alla data della comunicazione, invero, la porzione maggiore del capitale sociale (65%) era

⁸⁸ Cfr. Adusbef Veneto, Crac Parmalat: archivio notizie obbligazioni, azioni, risparmiatori su [http://www.adusbef.veneto.it/parmalat/crack-finanziari/parmalat/crack -Parmalat-archivio-notizie-obbligazioni-azioni-risparmiatori](http://www.adusbef.veneto.it/parmalat/crack-finanziari/parmalat/crack-Parmalat-archivio-notizie-obbligazioni-azioni-risparmiatori).

⁸⁹ Cfr. Bondi: Parmalat è diventata una grande public company, La stampa 29 aprile 2007, <http://www.lastampa.it>.

della società CRG, mentre la quota di Lactalis era del 35%, tuttavia il 99% era gestito da BSA SA.

Al 26 aprile 2011 Lactalis incrementa la partecipazione fino al 28,969% del capitale sociale, a cui segue un rialzo del titolo Parmalat del 10,73% che viene valutato 2,56 euro per azione⁹⁰.

Nel complesso, l'opa promossa da Sofil- Lactalis, ha riguardato un totale di 1.298.186.659 azioni Parmalat con valore nominale di 1 euro e nessun tipo di cenno ad eventuale delisting del titolo.

Si è trattato di un'opa amichevole; infatti il consiglio di amministrazione di Parmalat ebbe un approccio positivo all'opa. Invece molteplici dubbi ci furono in ordine al corrispettivo, fissato in 2,60 euro per azione. In particolare Goldman Sachs International fu incaricata di vagliare la congruità del prezzo stabilito, che dichiarò non pertinente rispetto al valore della società.

A tale conclusione si giunse confrontando tale opa con operazioni simili compiute da altre società, ed il corrispettivo era, nel caso della Parmalat, appena superiore o addirittura inferiore rispetto al prezzo minimo risultante dalle analisi.

L'8 luglio 2011 Sofil sas dichiara il raggiungimento di una partecipazione in Parmalat dell'83,308%.

Del 2012 è l'acquisizione di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico, Concluso da Parmalat spa, anche qui critiche sulla congruità del prezzo e scopi della acquisizione apparentemente legati alla creazione di nuove sinergie e di ampliamento del portafoglio dei prodotti ed espandere la compagnia verso nuovi mercati. Sostanzialmente, invece, si è trattata di un'operazione che ha determinato il passaggio di fondi liquidi da Parmalat a Lactalis. Se, infatti, si guarda all'andamento del titolo in borsa Parmalat nel periodo che va da gennaio a luglio 2012, si può osservare che il mercato non ha reagito a tali acquisizioni positivamente, anzi, vi è un trend negativo delle azioni (riduzione del valore del 10,6% ed il prezzo per ogni azione si assesta a 1,48 euro per azione) anche dopo un mese dall'annuncio [92] bighelli.

Lactalis ha, in tal modo, ridotto parzialmente i debiti contratti per il finanziamento dell'opa del 2011, sfruttando la liquidità recuperata dai titoli Parmalat in borsa.

⁹⁰ Cfr. Lactalis groupe, Historique, <http://www.lactalis.fr/english/groupe/historique.htm>

Infine, sebbene nell'acquisizione della Parmalat da parte di Lactalis, fosse stata esplicitamente escluso il delisting della prima da Piazza Affari, già nel 2012 era chiaro che Lactalis voleva ritirare i titoli.

In tal modo certo il gruppo francese ne poteva trarre dei vantaggi, dato che non era quotato su alcun mercato finanziario e, quindi, non veniva sottoposto a stringenti obblighi di pubblicità di documenti contabili e ad una ingerente sorveglianza da parte delle autorità.

La conferma della prospettiva di acquisizioni finalizzate ad un'opa per delisting è stata data successivamente, tramite acquisti progressivi e costanti che hanno portato solo nel 2017, al raggiungimento della quota di capitale dall'89,6% al 95,8% da parte di Lactalis. L'acquisizione di ulteriori quote di capitale è continuata, contemporaneamente all'annuncio della Sofil di non voler ripristinare il flottante, bensì di voler, invece, procedere all'acquisto obbligatorio della restante partecipazione (4%) non ancora in suo possesso.

Sofil nel 2018 ha già annunciato che intende avvalersi della possibilità di procedere allo squeeze-out, cioè all'acquisto delle restanti azioni rimaste sul mercato non ancora in suo possesso.

Il prezzo per ogni azione è stato fissato dalla Consob a 2,85 euro in vista del delisting.

Nonostante l'operazione non si sia ancora completata, può dirsi che in tal caso l'opa finalizzata al delisting della società emittente è stata condotta in modo da arrecare maggior danno agli azionisti di minoranza ovvero agli obbligazionisti, a favore del profitto dei manager e degli azionisti di controllo piuttosto che allo sviluppo della società.

C. BREVE RIEPILOGO E CONCLUSIONI.

La presente ricerca ha preso le mosse dall'analisi dell'opa quale strumento, insieme alla fusione per incorporazione, che più di frequente determina la fuoriuscita di una società quotata dal mercato azionario. Si è differenziato tra varie tipologie di opa (opa, ops, opas, amichevole e ostile, volontaria, obbligatoria e residuale) e puntualizzato quando, al superamento di determinate soglie, scatta l'obbligo di acquisire le azioni dell'emittente. Ciò in particolare accade a seguito di un'opa obbligatoria residuale, quindi occorre che il soggetto interessato all'acquisizione ottenga la proprietà di almeno il 95% delle azioni dell'emittente, di modo da conseguire il cd. diritto di squeeze-out. Quindi le azioni vengono ritirate dal mercato senza consentire agli azionisti di minoranza di non aderire;

ovvero l'obbligo di acquisto sui restanti titoli scatta per chi detiene una partecipazione superiore al 90% se non ripristina un adeguato flottante entro un termine prestabilito.

In sostanza, chi si propone di effettuare un'opa con finalità di delisting, deve sostenere il costo della stessa.

Alla luce di tali operazioni che porgono il rischio di speculazioni azionarie (si pensi alle teorie circa le fasi di rastrellamento del capitale tramite IPO nelle fasi positive del mercato per poi procedere al riacquisto delle azioni con OPA e delisting), il legislatore ha posto una serie significativa di accortezze concentratesi in modo particolare, agli obblighi di comunicazione alla Consob e al rispetto di stringenti regole sulla trasparenza.

Si tratta, invero, di un'esigenza che riguarda anche l'ambito sovranazionale, al punto che l'UE ha vagliato il MAR, con relative ricadute sulla legislazione nazionale in punto di estensione delle fattispecie punibili di insider trading e di manipolazioni del mercato, al fine della tutela del mercato e degli azionisti di minoranza. Questi ultimi, se dal punto di vista giuridico sono considerati soggetti rilevanti da tutelare, dal punto di vista economico rappresentano per lo più un elemento funzionale all'efficienza del mercato.

Si è, poi evidenziato come alla necessità di garantire tutele del mercato tramite la trasparenza delle operazioni, si affianchi, altresì, la necessità di consentire i ricambi degli assetti proprietari tramite l'opa. Essa, dunque, si snoda tra il riconoscimento di tecniche di difesa dell'emittente (in particolare in caso di opa ostile) e limiti alle stesse.

Questi ultimi si rinvergono nell'impossibilità, una volta lanciata l'offerta, di porre in essere, da parte dell'emittente, condotte idonee a ostacolare le finalità dell'opa stessa (artt. 104 ss. TUF, passivity rule, regola della neutralizzazione e clausola di reciprocità). Si tratta, tuttavia, di obblighi derogabili tramite statuto o con provvedimento di autorizzazione dell'assemblea.

A questo punto si sono analizzate i vari scopi cui può tendere un'opa (in primis l'acquisizione del controllo societario, ovvero quale strumento di investimento, come modalità per generare afflusso di capitali, ovvero tutelare le minoranze a abusi di potere degli azionisti di maggioranza tramite il riconoscimento della possibilità di aderire o meno all'opa vendendo le azioni in loro possesso), concentrando l'attenzione all'opa finalizzata al delisting.

Quest'ultimo, consistente nella rimozione di un titolo dal mercato azionario, deve essere letto tenendo conto dell'operazione opposta, cioè delle ragioni che conducono alla quotazione (IPO). Essa viene principalmente promossa per raccogliere capitale con modi alternativi al ricorso al credito, nonché per dare maggiore visibilità alla società. Le ragioni

dell'ipo, venute meno, possono portare una società quotata a risolversi per il delisting, che può essere involontario (cioè deciso da Borsa Italiana al sorgere di determinati requisiti) o volontario.

Vi sono, tuttavia, anche altre motivazioni alla base del delisting : ridurre i costi dovuti alla quotazione, riduzione del conflitto tra managers e azionisti, utilizzo dei flussi di cassa disponibili per la ristrutturazione della società anziché per la sua permanenza in borsa, sottovalutazione del titolo (ad esempio per incompetenza dei manager, ovvero perché la quotazione in borsa non ha dato i risultati sperati, essendo state fatte valutazioni errate in sede di IPO, ovvero per finalità speculative.

Queste ultime possono consistere, ad esempio, nell'accennata raccolta di capitali con l'ipo e successivamente nel porre in essere fattori che abbassano il valore del titolo per conseguire un'opa conveniente e riacquistare la società, dall'altro per assecondare piani manageriali di gestione.

Sebbene sia difficilmente dimostrabile che dietro operazioni finanziarie di ipo e delisting si celino intenti speculativi quando non fraudolenti a danno degli azionisti di minoranza, tuttavia tale ipotesi non è di certo da escludere.

Nell'analisi di casi pratici si sono osservate due diverse motivazioni alla base dell'opa finalizzata al delisting. Nel caso Essilor-Luxottica l'abbandono di piazza affari da parte di Luxottica è stato effettuato per consentire la fusione con la Essilor ed il trasferimento dei relativi titoli azionari nel mercato quotato di Parigi. Il delisting è stato qui preceduto da un'opa che, tuttavia, non sembra aver penalizzato gli azionisti di minoranza, avendo il titolo un andamento costantemente positivo e confermato anche dalla quotazione nel nuovo mercato.

Diversa prospettiva nel caso Parmalat, laddove le progressive acquisizioni da parte della società francese Lactalis, fatte a seguito di opa e ad un prezzo sottostimato dei titoli, hanno consentito, tramite delisting, l'acquisizione della società italiana e della relativa e faticosa ripresa di liquidità, di modo da ammortizzare i costi dell'opa sostenuta da Lactalis nel 2011.

Tale ultimo tipo di opa si è, quindi, atteggiata a fini speculativi, nel senso di agevolare più che gli interessi della società, quella dei nuovi manager del gruppo.

Nonostante, quindi, la fitta rete di norme volte a porre controlli stringenti e capillari regole di trasparenza, è molto difficile garantire la correttezza di tali operazioni, il cui andamento è affidato più alle motivazioni economico-finanziarie che spingono al delisting (corrette se ponderate per il migliore funzionamento della società, scorrette se volte a danneggiare

azionisti e obbligazionisti per via di operazioni speculative), più che al funzionamento e alla deterrenza delle regole giuridiche.

RIASSUNTO

Il presente elaborato affronta il tema del delisting, inteso come la fuoriuscita di una società quotata dal mercato azionario. Esso può essere promosso per varie finalità, sia di carattere positivo (risanamento della società) che negativo (attività meramente speculativa attraverso anche il cd. insider trading). Si tratta di una operazione attuabile anche tramite offerta pubblica di acquisto; ne deriva la necessità di giungere a comprendere in che modo un'opa possa determinare modifiche di tipo finanziario con conseguenze sul mercato (ad esempio generando concentrazioni proprietarie), sulla società emittente e sugli azionisti di minoranza (che da tali dinamiche potrebbero essere lesi nei loro interessi, percependo utili nettamente inferiori rispetto al prezzo di acquisto dei titoli).

Da qui l'utilità di una disamina della normativa che disciplina l'opa e delle varie tipologie di offerte pubbliche di acquisto previste dal legislatore per comprenderne il funzionamento come strumento giuridico. Si è, poi, proceduto al vaglio delle ragioni che spingono una società alla quotazione in borsa e che, venute meno, possono condurre la società stessa a determinarsi per la fuoriuscita dal mercato azionario. Infine, si sono analizzati alcuni casi di delisting nel mercato italiano.

Partendo dalla definizione di opa data dall'art. 1 comma 1, lettera V, d.lgs. 58/98 da intendersi come sollecitazione al disinvestimento da parte di un soggetto, persona fisica o giuridica, nei confronti di una società quotata, si è proseguito esplicitando le varie tipologie di opa. Occorre, infatti, distinguere tra:

1. Opa (offerta pubblica di acquisto), ops (offerta pubblica di scambio) e opas (offerta pubblica di acquisto e scambio). Sono tutte modalità tramite cui pervenire al rafforzamento dell'influenza o all'acquisizione del controllo della società bersaglio ma, mentre nella prima tipologia l'acquisto del pacchetto azionario (e dei diritti di voto) avviene con la liquidazione in danaro del valore dell'azione, nel secondo caso l'operazione avviene senza investire capitali ma semplicemente proponendo le azioni dell'offerente agli azionisti della società emittente. L'ultima fattispecie è a metà strada tra le due opzioni viste e si determina con il pagamento in parte in danaro ed in parte con lo scambio di azioni da parte dell'offerente.

2. L'opa può, poi, essere, obbligatoria o volontaria a seconda delle soglie raggiunte . Ratio dell'istituto sembrerebbe risiedere nell'evitare il rischio di lasciare che l'opa successiva totalitaria sia l'unico strumento per acquisire il controllo di diritto di una società quotata con effetti negativi sulla contendibilità del controllo.

Ci si è, poi, soffermati, sulle modifiche apportate a tale disciplina dalla l. 116 dell'11 agosto 2014 (cd. Decreto Competitività) che, prevedendo la maggiorazione dei diritti di voto ha implicato conseguenze anche sulle soglie di obbligatorietà dell'opa. Esse si configurano non già al semplice raggiungimento del 30% delle partecipazioni societarie ma al maturarsi di una percentuale dei diritti di voto pari al 30%. Tali grandezze possono, dunque, essere diverse. Da questa rapida panoramica del contesto normativo di riferimento sulle tipologie di opa si è osservato come , da un lato, il legislatore ha determinato meccanismi volti a favorire il ricambio degli assetti proprietari delle società quotate tramite i casi in cui l'opa è dovuta, ipotesi in cui c'è esenzione e in genere si è approntato un sistema di la facilitazione al ricambio tramite la maggiorazione dei diritti di voto (decreto competitività); dall'altro si è premurato di fornire una dettagliata serie di indicazioni volte a favorire sia il buon funzionamento del mercato che la tutela degli azionisti di minoranza avverso operazioni speculative. Sono, infatti, stabilite precise norme sulla procedura, obblighi informativi volti alla trasparenza , tecniche di difesa approntate a favore dell'emittente onde evitare scalate ostili, sebbene nei limiti , pur forzabili, del passivity rule, dalla neutralizzazione e della reciprocità.

Recente , al riguardo, è il d. lgs. 10 agosto 2018, n. 107 in attuazione della legge di delegazione europea del 25 ottobre 2017 relativa al Regolamento (UE) n. 596/14 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 (MAR) che si completa con la disciplina della direttiva 2014/57/UE (MAD II). Dal reticolato normativo si desume come l'attività di vigilanza è focalizzata all'individuazione, prevenzione e sanzione degli abusi di mercato.

Gli interventi più rilevanti per la presente indagine, sono quelli che hanno avuto ad oggetto la definizione di insider trading e di manipolazione del mercato , poiché, come accennato, anche attraverso l'opa e il delisting è possibile mascherare operazioni speculative a danno del mercato e degli azionisti di minoranza utilizzando informazioni privilegiate.

Per completezza ci si è soffermati, poi, sugli ampi poteri di controllo, ispettivi e sanzionatori della Consob inerenti allo svolgersi di queste operazioni ed alle difese che la stessa società emittente può spiegare nel caso ritenga di essere oggetto di un'opa ostile, rispettando determinati limiti. Il primo è imposto dalla passivity rule italiana, che impone alla società di astenersi da manovre di contrasto dell'offerta a partire dalla comunicazione dell'offerta e fino alla chiusura della stessa. Tale limite è forzabile con l'eventuale autorizzazione assembleare all'avvio di operazioni di contrasto agli obiettivi dell'offerta, che viene richiesta anche per l'attuazione di ogni decisione presa prima dell'inizio del periodo successivo all'offerta, o con espressa regola posta nello statuto della società che può, in ogni caso, consentire una deroga totale o parziale a tale divieto.

Con la regola della neutralizzazione, invece, si tende a rimuovere i limiti al trasferimento di titoli oggetto dell'offerta, ma anche in questo caso tale regola non si applica alle limitazioni statutarie al diritto di voto attribuito da titoli dotati di privilegi di natura patrimoniale. Infine, con la clausola di reciprocità si vuole consentire agli Stati dell'UE l'inapplicabilità delle regole sulla passività e la neutralizzazione alle società oggetto di offerta, se l'offerente non è sottoposto a disposizioni equivalenti.

Con questo quadro normativo sono, dunque, stabiliti i limiti ed i controlli posti all'opa, per impedire che sia strumento economico di disturbo del mercato e del risparmio e ciò poichè vi sono varie funzioni di essa, che vanno da quella di essere uno strumento di investimento e acquisizione del controllo, nonché di attuazione di interessi inerenti alla evidenziata contendibilità del controllo societario volta ad attuare una maggiore efficienza del mercato. Essa è funzionale anche ai fini di generare un afflusso di capitali nel sistema economico, quanto a tutelare le minoranze azionarie dagli abusi dei poteri dei soci di controllo.

Molteplici, quindi, possono essere le ragioni che spingono una società ad acquisirne un'altra (non di rado concorrente), che vanno dalla volontà di incidere significativamente nella vita societaria o è scelta con finalità meramente speculative. Riguardo quest'ultimo aspetto, a volte capita che il lancio di un'opa sia frutto di una operazione finanziaria speculativa, in cui l'acquisizione del

controllo della società bersaglio sia mirato ad un successivo smembramento sul mercato : in tal modo verrebbe finanziata l'intera operazione (tramite l'IPO) e si otterrebbero ingenti guadagni (ad esempio vendendo le azioni ad un prezzo inferiore rispetto a quello pagato dagli azionisti in seguito alla quotazione). E' una manovra che può essere attuata quando ci si accorge che una società è sottovalutata (cioè presenta un valore complessivo inferiore rispetto alle singole attività che la compongono), per cui si procede all'acquisto non per gestirla, ma per rivenderla con varie piccole cessioni dalle quali è possibile ricavare delle plusvalenze.

Al contrario, l'obiettivo primario dell'acquisizione potrebbe essere l'intervento nell'attività operativa della società bersaglio per renderla più efficiente oppure per migliorare le attività della società offerente.

Infine, l'opa può essere finalizzata al delisting, cioè alla revoca di una società dalle quotazioni ed in genere questo accade in periodi in cui i prezzi dei titoli in borsa sono molto bassi e la semplice comunicazione al mercato dell'offerta avente tale finalità, ha delle ripercussioni rilevanti.

Ed è proprio su quest'ultimo tipo di operazione finanziaria che viene poi concentrata l'attenzione del presente elaborato. Necessaria premessa per affrontare il delisting è analizzare le ragioni che conducono una società alla decisione di quotarsi e che, venute meno, possono determinare la scelta di fuoriuscire dal mercato azionario.

Ci si è, quindi soffermati sulle ragioni dell'IPO, che vanno dalla volontà di raccogliere nuovo capitale di rischio per finanziare progetti di investimento, al ritorno di immagine della società che facilita la raccolta di capitale, alla possibilità per i soci originari di ottenere un rendimento ulteriore sul valore effettivo dei titoli fino al miglioramento della gestione societaria (dovendo la società pubblicizzare dati interni che rendono il management oggetto di controllo continuo), alla possibilità di emettere azioni di risparmio per il raccoglimento di capitali senza pericolo di perdere il controllo della società.

Si è evidenziato come in Italia essa viene scelta da imprese che decidono per la quotazione dopo una fase di crescita e investimenti, pur avendo come scopo non primario quello della raccolta di capitale e come, in generale, dati statistici segnalano che il mercato italiano sembra restio alle quotazioni, essendo la Borsa meno rappresentativa del tessuto produttivo e industriale rispetto ad altri paesi avanzati.

Si sono, successivamente , evidenziati i diversi svantaggi della quotazione che includono i costi della quotazione stessa e di permanenza sul mercato, la consulenza legale ed i finanziamenti per la fattibilità di essa nonché i costi per la revisione dei conti, i costi indiretti (si pensi alle informazioni sulla società che essa stessa deve comunicare al mercato, dati che vengono conosciuti dalla concorrenza) .

Ci si è poi soffermati sulle regole sancite in Italia per la quotazione e la permanenza sul mercato e , infine, si è proceduto ad evidenziare la differenza tra delisting involontario e volontario ed i loro effetti sulla società e gli azionisti di minoranza.

In particolare , per quanto attiene al delisting involontario, viene deciso da Borsa italiana in presenza di vari indici quali, ad esempio, la diffusione o mancata diffusione di notizie che possono incidere sul regolare andamento del mercato; l' ammissione dell'emittente a procedure concorsuali; lo scioglimento dell'emittente; (per la sospensione), ovvero considerando il controvalore medio giornaliero delle negoziazioni eseguite nel mercato e numero medio di titoli scambiati, rilevati in un periodo di almeno diciotto mesi; frequenza degli scambi registrati nel medesimo periodo; grado di diffusione tra il pubblico degli strumenti finanziari in termini di controvalore e di numero dei soggetti detentori. Qualora sussistano i presupposti per lo squeeze-out, i titoli oggetto degli acquisti sono sospesi e/o revocati dalla quotazione e dalle negoziazioni ,tenuto conto dei tempi previsti per l'esercizio del diritto di acquisto.

Ci si è poi soffermati a considerare le significative conseguenze del delisting involontario sulla società, in termini di perdita dei vantaggi della quotazione quali, ad esempio una diminuzione del valore del titolo e un peggioramento dello stato di liquidità l' impresa. Trattandosi, inoltre, di un'uscita obbligatoria, ne risente l'immagine e la reputazione della società, sia sul piano finanziario che su quello commerciale. Nel caso in cui la prosecuzione della quotazione dovesse essere maggiormente dannosa rispetto alla revoca, allora quest'ultima sarebbe una soluzione ovviamente favorevole e da ricercare.

Quanto al delisting volontario, si è evidenziato come esso può essere attuato tramite diverse modalità (ad esempio fusione per incorporazione) , in particolare tramite opa, ed essere una scelta ponderata per varie ragioni che, tuttavia, si sono diversificate nel tempo. Come osservato in alcune ricerche, (Del Giudice) mentre una prima ondata di delisting volontari (anni 80) si è

caratterizzata dal fatto che la fuoriuscita dal mercato azionario veniva scelta per lo più in vista della riduzione dei costi e per utilizzare quei flussi finanziari ai fini di una gestione più efficiente della società; più di recente i delisting hanno caratteristiche diverse. Si tratta, per taluni, (Geranio) di una soluzione sempre più frequente e che viene attuata perché la società non è riuscita ad attrarre l'attenzione degli investitori e, dunque, ad accantonare il capitale sperato dopo la quotazione.

Altre motivazioni sono state rinvenute nella volontà di essere quotati in un mercato diverso; nel caso di sottovalutazione dei titoli nel mercato azionario; ovvero per ragioni che attengono alla riduzione del conflitto tra managers, attuandosi una concentrazione proprietaria che riunifica proprietà e controllo; o ancora qualora vi siano finalità strategiche: si pensi alla possibilità per l'acquirente di integrare strategicamente e operativamente alla propria propria, l'attività della società emittente. Infine il delisting può essere utilizzato anche per assecondare piani manageriali, si pensi a quando l'operazione è condotta dal management attuale che dimostra di avere piani differenti da quelli degli azionisti, per di gestire in autonomia la società.

Una ragione convincente, tuttavia, sembra provenire dal fatto che si tratta di operazioni che generano ricchezza. Come evidenziato da alcuni studi, essa può misurarsi valutando il rendimento anomalo cumulato di cui godono gli azionisti nell'intervallo a cavallo dell'annuncio della transazione, oppure attraverso l'osservazione del premio pagato dall'acquirente rispetto al valore di mercato del titolo. Si sono poi considerati gli effetti del delisting volontario sulla società e sugli azionisti di minoranza del che, sotto il primo profilo si traduce nella evidenziata perdita di vantaggi dati dalla quotazione, sotto il secondo aspetto, sebbene alcune ricerche hanno dimostrato che dietro queste operazioni non vi sono necessariamente o prevalentemente scopi inerenti all'espropriazione degli azionisti di minoranza, tuttavia è ipotesi da non escludere del tutto.

Si è poi conclusa l'indagine con la considerazione di due esempi di delisting.

In un caso (Parmalat) l'opera a fini di delisting dalla borsa italiana sembra essere stata condotta per dirottare flussi di cassa dell'emittente nella società che l'ha acquisita trasferendone le azioni su un diverso mercato quotato. Ripercorrendo le tappe delle operazioni di acquisizione dal 2012 da parte

di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico, Concluso da Parmalat spa, si è visto come in relazione a tale opera vi siano state ab initio critiche sulla congruità del prezzo e sugli scopi della acquisizione. Questi ultimi, infatti, seppure

apparentemente legati alla creazione di nuove sinergie e di ampliamento del portafoglio dei prodotti di modo da espandere la compagnia verso nuovi mercati, si è sostanzialmente, invece, trattata di un'operazione che ha determinato il passaggio di fondi liquidi da Parmalat a Lactalis. Se, infatti, si guarda all'andamento del titolo in borsa Parmalat nel periodo che va da gennaio a luglio 2012, si può osservare che il mercato non ha reagito a tali acquisizioni positivamente, anzi, vi è un trend negativo delle azioni (riduzione del valore del 10,6% ed il prezzo per ogni azione si assesta a 1,48 euro per azione) anche dopo un mese dall'annuncio.

Lactalis ha, in tal modo, ridotto parzialmente i debiti contratti per il finanziamento dell'opa del 2011, sfruttando la liquidità recuperata dai titoli Parmalat in borsa e completando tale progetto con acquisizioni progressive che porteranno al delisting definitivo del titolo nel 2019.

Nel secondo caso (EssilorLuxottica) sebbene il delisting sia stato fatto per consentire la quotazione in diverso mercato azionario, tuttavia l'operazione non sembra aver risposto a finalità speculative né a danno degli azionisti di minoranza, ma solo al fine di un miglioramento della gestione societaria.

Si è dunque concluso che le operazioni di opa con finalità di delisting hanno effetti differenti a prescindere da quanto possano essere stringenti le maglie legislative sulla trasparenza e la tutela del mercato, ovvero dal dato economico che tali operazioni possano generare ricchezza per il gruppo di controllo. Gli effetti di queste dinamiche sembrano per lo più legate alle motivazioni che portano all'abbandono del mercato e dell'investimento successivo dei profitti eventualmente ricavati, da impiegare per scopi fisiologici quali il miglioramento complessivo della società (caso Luxottica) ovvero per operazioni speculative come nel caso Parmalat, in cui l'opa finalizzata al delisting della società emittente è stata condotta in modo da arrecare maggior danno agli azionisti di minoranza ovvero agli obbligazionisti, a favore del profitto dei manager e degli azionisti di controllo piuttosto che allo sviluppo della società.