

Corso di Laurea in Economia e Management

Cattedra di Diritto Commerciale

OPA Obbligatoria e Azioni di Concerto

Professore Raffaele Lener

RELATORE

Ludovico Liberatore Vaselli – 278161

CANDIDATO

Anno accademico 2024/2025

INDICE

Introduzione	4
1. Contesto della ricerca	6
1.1 Scopo della ricerca.....	7
1.2 Struttura della ricerca e metodologia.....	7
2. Quadro Teorico e Normativo	8
2.1 Definizione e funzioni dell’OPA obbligatoria	8
2.2 Definizione e implicazioni delle azioni di concerto	9
2.3 Quadro normativo italiano, europeo e statunitense	10
3. Evidenze Empiriche	12
3.1 Analisi dei dati storici sulle OPA obbligatorie	12
3.1.1 L’Evoluzione storica e distribuzione delle OPA in Italia.....	13
3.1.2 Dinamiche storiche delle acquisizioni	14
3.1.3 Strategie finanziarie sottostanti alle OPA.	17
3.1.4 Confronto con gli altri mercati finanziari.....	18
3.1.5. Implicazioni per il mercato italiano	19
3.2 Il ruolo delle Autorità di vigilanza nelle OPA: Italia, Europa e Stati Uniti.	20
3.2.1 La CONSOB e la vigilanza sul mercato italiano	20
3.2.2 L’ESMA e il coordinamento europeo.....	22
3.2.3 La SEC e l’approccio statunitense alla trasparenza.	24
3.2.4 Confronto e riflessioni conclusive.	25
4. Applicazione ai casi GameStop e Mediobanca	27
4.1. Introduzione ai casi studio.....	27
4.2 il caso GameStop: short squeeze, poteri retail e azioni di concerto.....	28
4.3 Il caso Mediobanca-MPS: attivismo azionario e operazioni di takeover	32

4.4 Il caso Mediobanca–MPS: implicazioni normative e Istituzionali.....	35
4.4.1 Impatto sulle regole OPA – soglie e obblighi.....	36
4.4.2 Azioni di concerto nel caso Mediobanca–MPS.....	37
4.4.3 La passivity rule e la difesa della società bersaglio.	39
4.4.4 Cooperazione tra autorità e valutazione pluristituzionale.	41
4.4.5 Ricadute su governance societaria e sistema italiano.....	43
5. Conclusione e prospettive future	45
5.1 Confronto tra il caso GameStop e il caso Mediobanca.....	45
5.1.1 Struttura dell’operazione (OPA vs mercato azionario).....	45
5.1.2 Reazioni normative e regolamentari.....	46
5.1.3 Ruolo degli investitori retail vs istituzionali.....	48
5.1.4 Impatti sulla governance societaria.....	49
5.2 Criticità delle autorità di vigilanza nei casi GameStop e Mediobanca	52
5.2.1 Protezione degli investitori (OPA obbligatoria vs. libertà di mercato)	53
5.2.2 Trasparenza e informativa di mercato.....	54
5.2.3 Vigilanza e interventi regolatori.....	56
5.2.4 Sintesi conclusiva (USA vs UE).....	59
5.3 Proposte di miglioramento	60
5.4 Proposte di ricerca	64
Conclusione.....	66
Bibliografia.....	73
Sitografia	79

Introduzione

Uno dei principali motori della crescita economica e della stabilità nei sistemi capitalistici è il corretto funzionamento dei mercati finanziari. In questo contesto, le norme che disciplinano il trasferimento del controllo societario sono particolarmente critiche, in particolare quelle relative alle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie e alle azioni di concerto cioè investitori che agiscono all'unisono per acquisire il controllo. Queste normative non sono semplici disposizioni tecniche, ma strumenti che riflettono una specifica visione del mercato. In sostanza, determinano il grado di contendibilità delle aziende e in che misura gli azionisti di minoranza debbano essere tutelati dalla legge. Un quadro normativo ben strutturato per le acquisizioni societarie è quindi fondamentale per garantire che i mercati rimangano trasparenti, equi e stabili. Esso bilancia la libertà degli operatori di mercato di acquisire aziende con la necessità di proteggere gli investitori, in particolare gli azionisti di minoranza, da pratiche sleali. La decisione di approfondire questo argomento nella mia tesi nasce da un interesse personale. Come cliente di lunga data di GameStop, ho osservato con curiosità il netto contrasto tra la realtà aziendale quotidiana dell'azienda e la straordinaria impennata del prezzo delle sue azioni, un fenomeno reso possibile dal coordinamento di migliaia di piccoli investitori sui forum online. La vicenda di GameStop ha dimostrato come le dinamiche bottom-up guidate dagli investitori retail possano influenzare radicalmente i mercati finanziari, sfidando i presupposti tradizionali. D'altro canto, il caso Mediobanca-MPS in Italia è diventato un punto focale a livello nazionale, coinvolgendo istituzioni centrali del nostro sistema finanziario e riaccendendo il dibattito sull'efficacia delle normative sulle acquisizioni e sulle regole di corporate governance. In questo caso, un'importante banca d'investimento, Mediobanca, e una delle banche più antiche d'Italia, Monte dei Paschi di Siena, o MPS, si sono trovate al centro di un complesso scenario di attivismo azionario e di acquisizioni. Entrambi gli eventi da un lato la frenesia azionaria di GameStop negli Stati Uniti e dall'altro la vicenda Mediobanca-MPS in Italia, esemplificano le sfide e le controversie che possono sorgere nei mercati moderni quando entrano in gioco attori e tattiche nuovi o inaspettati.

Alla luce di questi sviluppi, questa tesi mira a determinare se l'attuale quadro normativo sia realmente in grado di affrontare situazioni così inedite e di garantire mercati trasparenti, stabili ed equi. Le principali questioni di ricerca ruotano attorno al ruolo delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie nella tutela degli azionisti di minoranza, all'efficacia delle norme volte a prevenire acquisizioni occulte di controllo attraverso l'azione concertata degli investitori e ai contrasti tra il modello regolamentare americano, più liberale, e il modello europeo, più rigidamente regolamentato. In altre parole, in che misura le leggi esistenti proteggono dalle acquisizioni "nascoste" e tutelano gli investitori di minoranza, e cosa si può imparare dal confronto tra diverse giurisdizioni? Esaminando queste questioni, la tesi valuta se le leggi attuali raggiungano il giusto equilibrio tra libertà di mercato e tutela degli investitori, o se permangano lacune che necessitano di una riforma. Per affrontare queste problematiche, ho adottato un approccio combinato che integra l'analisi giuridica e regolamentare con casi di studio empirici. In particolare, il metodo comparativo viene utilizzato per analizzare parallelamente i due casi emblematici GameStop e Mediobanca-MPS. Questo approccio consente di identificare chiaramente somiglianze e differenze tra i sistemi regolamentari e di trarre utili spunti per potenziali miglioramenti futuri. La tesi non si limita a un piano puramente teorico: attraverso questa combinazione di analisi normativa ed esempi concreti, la ricerca mira a fornire una comprensione completa dell'efficacia delle attuali normative in materia di OPA e di come potrebbero essere migliorate. Di conseguenza, la tesi è strutturata in cinque capitoli. I primi capitoli definiscono il contesto teorico e giuridico dello studio, con particolare attenzione al mercato del controllo societario e alle leggi che regolano le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie. Questi capitoli delineano le definizioni e le funzioni fondamentali delle OPA obbligatorie e delle azioni di concerto, e passano in rassegna i quadri normativi italiano, europeo e statunitense che costituiscono il contesto dell'analisi. Nei capitoli successivi, i casi GameStop e Mediobanca-MPS vengono esaminati in modo approfondito, fungendo essenzialmente da test pratici delle normative esistenti. Ogni caso di studio evidenzia come il rispettivo mercato e sistema giuridico abbia risposto a sfide insolite, da una breve stretta di manodopera guidata da investitori retail nel mercato statunitense a un complesso scenario di OPA/attivismo nel mercato italiano. Infine, l'ultima parte della tesi offre proposte di riforme normative e suggerimenti per la ricerca futura. Si conclude con una sintesi dei risultati e una riflessione più ampia sull'evoluzione del rapporto tra mercati finanziari, norme regolamentari e nuovi protagonisti.

1. Contesto della ricerca

I mercati finanziari rappresentano i pilastri fondamentali dell'economia odierna e proprio per questo necessitano di un quadro normativo solido. Quest'ultimo deve essere in grado di garantire trasparenza, stabilità e protezione a tutti coloro che sono coinvolti. In questo contesto l'offerta pubblica di acquisto (OPA) obbligatoria e il concetto di azioni di concerto vengono considerati strumenti essenziali per disciplinare e regolamentare le operazioni di acquisizione e di controllo societario delle imprese quotate¹. L'OPA obbligatoria nasce come strumento di tutela per gli azionisti di minoranza nel caso si verifichi un cambio di controllo significativo. Quando un soggetto supera una determinata soglia di partecipazione in una società quotata, la legge impone l'obbligo di offrire una possibilità agli altri azionisti di uscire dall'investimento in condizioni eque attraverso un'offerta pubblica di acquisto². Questo meccanismo ha come obiettivo quello di garantire la trasparenza delle acquisizioni in modo da evitare azioni dannose per coloro non direttamente coinvolti nella transazione. In concomitanza, è stato introdotto il concetto di azioni di concerto³. Questo concetto è nato per contrastare le possibili acquisizioni mascherate, in cui più soggetti coordinano le loro azioni con l'intento di ottenere il controllo di una società aggirando così gli obblighi previsti dalle normative sulle OPA obbligatorie. Una buona regolamentazione è dunque cruciale per prevenire distorsioni nei mercati finanziari e anche per assicurare un passaggio di controllo legittimo e regolato. Ultimamente è aumentato molto il livello della complessità delle operazioni di acquisizione anche a causa della diffusione di strumenti finanziari avanzati, dell'uso di patti parasociali e della sempre più influente presenza di investitori istituzionali che operano in concerto. La differenza tra i sistemi normativi europei e statunitense rendono il loro confronto un tema molto interessante nell'approccio alla

¹ CONSOB. (2023). Relazione per l'anno 2022. Roma: CONSOB.

² Parlamento Europeo e Consiglio. (2014). Direttiva 2014/95/UE (NFRD). Official Journal of the European Union.

³ Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 on corporate sustainability reporting (CSRD). Official Journal of the European Union.

regolamentazione di questi problemi. A dimostrazione di ciò, i casi Gamestop (USA, 2021) e Mediobanca (Italia, 2024) possono offrire degli spunti interessanti proprio su queste differenze.

1.1 Scopo della ricerca

Lo scopo di questa ricerca è quello di analizzare il ruolo delle OPA obbligatorie e delle azioni di concerto, valutando anche l'efficacia degli strumenti di regolamentazione del mercato finanziario. Tutto questo anche mettendo a paragone i diversi quadri normativi: l'italiano, l'europeo e lo statunitense. Attraverso un'analisi giuridica ed empirica studierò se effettivamente queste misure siano in grado di garantire un giusto equilibrio tra la libertà di mercato e la protezione degli investitori soprattutto quelli di minoranza. Un aspetto molto rilevante di questa ricerca sarà per l'appunto la diversa impostazione normativa adottata nei mercati finanziari su scala globale. Nel contesto comunitario, le OPA obbligatorie sono disciplinate in modo rigoroso e scattano automaticamente superata una soglia specifica. Dall'altra parte dell'Atlantico invece il sistema giuridico si basa principalmente su obblighi di trasparenza, senza imporre vincoli specifici. Questo confronto metterà alla luce i vari punti di forza e le criticità dei diversi modelli così che si possa anche valutarne l'efficacia nel garantire la stabilità degli scambi finanziari. Attraverso tutti questi approfondimenti la ricerca cercherà di rispondere a una serie di domande cruciali come: Quale ruolo svolgono oggi le OPA obbligatorie nella tutela degli investitori? In che modo le azioni di concerto influenzano il controllo societario? L'analisi dei casi Gamestop e Mediobanca evidenzia criticità nei rispettivi sistemi regolatori? È possibile applicare delle migliorie per rafforzare l'attuale quadro legislativo? Questo approccio vuole combinare l'analisi delle fonti giuridiche con lo studio di dati empirici e di casi concreti. L'obiettivo è quello di valutare l'efficacia della regolamentazione in materia di OPA obbligatoria e delle azioni di concerto anche osservando come sono state applicate ai due casi sopradetti.

1.2 Struttura della ricerca e metodologia

La ricerca è divisa in più capitoli. Dopo l'introduzione il secondo capitolo si concentrerà sul quadro normativo relativo alle OPA obbligatorie e alle azioni di concerto dando una panoramica generale delle regole vigenti nei già menzionati mercati finanziari. Il terzo capitolo invece analizzerà i dati empirici valutando anche come questi strumenti sono stati applicati nel tempo ed il loro impatto sul mercato. Il penultimo capitolo invece sarà quello nel quale approfondiremo l'analisi dei due casi così da avere un confronto pratico e potremo individuare possibili criticità. Infine, l'ultimo capitolo sarà una riflessione finale. La metodologia di questa ricerca, come già accennato, sarà una combinazione fra un'analisi giuridica ed una empirica; quest'ultima sarà basata su dati raccolti da fonti istituzionali come ad esempi i quaderni CONSOB e i materiali accademici di riferimento. L'obiettivo sarà quello di individuare possibili riforme normative per migliorare la trasparenza e l'efficienza dei mercati, valutandone anche l'applicazione in questi ultimi.

2. Quadro Teorico e Normativo

2.1 Definizione e funzioni dell'OPA obbligatoria

L'offerta pubblica d'acquisto (OPA) obbligatoria⁴ è un meccanismo di regolamentazione dei mercati finanziari che impone ad un soggetto, il quale abbia acquisito una partecipazione superiore al 30% del capitale sociale di una società quotata, di promuovere un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli stessi. Questo istituto nasce proprio per prevenire operazioni di acquisizione non trasparenti e per garantire la protezione degli azionisti di minoranza; difatti in assenza di una regolamentazione, un investitore potrebbe facilmente assumere il controllo di una società senza dare la possibilità di un'uscita equa agli azionisti di minoranza e non. Come già

⁴ Borsa Italiana. (n.d.). Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) – Definizione e Funzioni

accennato l'OPA obbligatoria si basa su tre funzioni fondamentali. Innanzitutto garantisce la tutela degli azionisti di minoranza offrendo loro la possibilità di vendere le proprie azioni in caso del cambio di controllo. In secondo luogo assicura la trasparenza del mercato, rendendo pubbliche le operazioni di acquisizioni; così facendo si evitano strategie ambigue che magari avrebbero voluto rimanere non dichiarate. Infine, l'ultima funzione è quella di garantire l'equità nel trasferimento e nel controllo, stabilendo che il premio pagato dall'acquirente sia esteso a tutti gli azionisti, evitando discriminazioni. In Italia abbiamo una soglia ben specifica che corrisponde il 30% delle azioni col diritto di voto; una volta superata questa soglia scatterà automaticamente l'OPA obbligatoria⁵. Tale limite è stata fissato dal testo unico della finanza (TUF) ed è stato per l'appunto introdotto proprio per evitare che una posizione dominante venga acquisita senza garantire parità di trattamento agli altri investitori. Negli Stati Uniti il concetto di OPA obbligatoria invece è meno rigido perché non esiste un obbligo generalizzato ma la Securities and Exchange Commission (SEC) impone semplici norme di trasparenza per l'acquisizione di partecipazioni rilevanti senza stabilire una soglia minima. Esistono diverse tipologie di OPA obbligatoria: quella totalitaria impone l'acquisto della totalità delle azioni in circolazione. Un'altra tipologia è l'OPA residuale che scatta quando un'azionista supera il 95% del Capitale Sociale; in questo caso l'investitore è obbligato a rilevare le quote residue su richiesta degli azionisti di minoranza. Infine, vi è l'OPA volontaria che viene lanciata spontaneamente da un investitore per acquisire il controllo di una società senza un obbligo imposto dalla normativa⁶. Per concludere si può dire che l'efficacia di questo strumento dipende dalla rigidità della sua applicazione e dalla capacità degli enti regolatori di vigilare sulle operazioni di acquisizione.

2.2 Definizione e implicazioni delle azioni di concerto

Le azioni di concerto si verificano quando più soggetti coordinano il loro comportamento per acquisire o esercitare il controllo su una società, influenzandone la gestione senza dichiararlo

⁵ Repubblica Italiana. (1998). Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Testo Unico della Finanza (TUF), art. 106. Roma: Gazzetta Ufficiale.

⁶ CONSOB. (n.d.). Regolamento Emittenti.

ufficialmente⁷. Questa pratica, se non regolamentata, potrebbe alterare gli equilibri del mercato e favorire l'acquisizione del controllo senza il rispetto delle normative sulle OPA obbligatorie⁸. Le azioni di concerto vengono regolate per impedire l'attuazione di strategie occulte che consentirebbero a più investitori di superare congiuntamente la soglia del 30% così da evitare l'attivazione di un'OPA obbligatoria. Attraverso la loro regolamentazione si prova a garantire che le acquisizioni di una società avvengono in modo trasparente e legittimo. Esistono diversi tipi di modalità in cui si configurano le azioni di concerto; la più comune è quella che prevede accordi formali fra più soggetti che stabiliscono di agire congiuntamente per prendere decisioni strategiche all'interno di una società. Un'altra modalità potrebbe mettere in pratica comportamenti coordinati come ad esempio l'acquisto simultaneo di pacchetti azionari da parte di soggetti legati tra loro anche in assenza di un accordo scritto. La terza e ultima modalità potrebbe avvenire attraverso l'esercizio congiunto dei diritti di voto in Assemblea⁹. Le conseguenze normative di un'azione di concerto non dichiarata possono essere significative se le autorità di vigilanza, come la CONSOB in Italia¹⁰, individuano l'esistenza di un coordinamento occulto finalizzato all'acquisizione del controllo. Così facendo i soggetti coinvolti sarebbero forzati ad estendere l'acquisto a tutti gli azionisti; inoltre, la mancata dichiarazione delle azioni di concerto può comportare sanzioni per la violazione degli obblighi di trasparenza previsti dalla regolamentazione finanziaria. Tale regolamentazione finanziaria può risultare complessa poiché molti investitori provano ad aggirarla utilizzando strutture societarie articolate. La giurisprudenza e le interpretazioni delle autorità di vigilanza hanno quindi assunto un ruolo fondamentale nella determinazione di queste situazioni, cercando di bilanciare la libertà di investimento con la necessità di garantire trasparenza e correttezza nei mercati finanziari. L'analisi di queste azioni non si limita solo alla teoria ma troverà applicazioni concrete in diversi casi di acquisizione societaria o, come nel caso di Gamestop, in un'acquisizione non formale.

2.3 Quadro normativo italiano, europeo e statunitense

⁷ Borsa Italiana. (n.d.). Definizione di Azioni di Concerto.

⁸ Repubblica Italiana. (1998). Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Testo Unico della Finanza (TUF), art. 101-bis. Roma: Gazzetta Ufficiale.

⁹ CONSOB. (2010). Linee guida sulla disciplina delle azioni di concerto. Documento di consultazione.

¹⁰ CONSOB. (n.d.). Regolamento Emittenti.

La regolamentazione delle offerte pubbliche di acquisto OPA obbligatorie e delle azioni di concerto varia significativamente tra l'Italia, l'Unione Europea e gli Stati Uniti. Difatti ogni regolamentazione riflette diverse tradizioni giuridiche e articolati approcci al mercato finanziario. In Italia, la disciplina delle OPA obbligatorie è principalmente contenuta nel Testo Unico della Finanza (TUF)¹¹. L'articolo 106 del Codice della Finanza stabilisce che chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al 30% del capitale sociale di una società quotata è tenuto a promuovere un'OPA sulla totalità delle azioni residue. Questo meccanismo è una sorta di protezione degli azionisti di minoranza dando così loro l'opportunità di disinvestire alle stesse condizioni offerte al nuovo azionista di controllo. Per quanto riguarda le azioni di concerto, l'articolo 101-bis del TUF¹² definisce come persone che agiscono di concerto coloro che cooperano sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo di una società quotata o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'OPA. Questa definizione amplia molto il concetto di concerto unendo sia gli accordi formali che i comportamenti coordinati senza un'intesa esplicita. A livello europeo, la direttiva 2004/25/CE sulle offerte pubbliche di acquisto¹³, nota come direttiva OPA fornisce un quadro normativo più armonizzato per tutti gli Stati membri. L'articolo 5 di questa direttiva prevede l'obbligo di promuovere un'OPA quando a seguito di un'acquisizione viene detenuta una percentuale di titoli che conferisce il controllo di una società quotata. Tuttavia viene lasciato agli Stati membri la facoltà di definire la soglia di controllo e le modalità di applicazione il che ha avuto come conseguenza notevoli differenze nell'implementazione nazionale. Per le azioni di concerto invece la normativa europea è molto simile a quella italiana. Quest'ultima infatti introduce il concetto di persone che agiscono in concerto definendole come persone fisiche o giuridiche che cooperano con l'offerente o con la società bersaglio sulla base di un accordo, espresso o tacito, volto ad acquisire o a prevenire elusioni dell'obbligo di OPA attraverso comportamenti coordinati non dichiarati. Infine negli Stati Uniti invece la regolamentazione delle acquisizioni societarie è meno centralizzata¹⁴. Non esiste un obbligo generalizzato di promuovere un'OPA a superamento di una

¹¹ Repubblica Italiana. (1998). Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Testo Unico della Finanza (TUF), art. 106. Roma: Gazzetta Ufficiale.

¹² Repubblica Italiana. (1998). Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Testo Unico della Finanza (TUF), art. 101-bis. Roma: Gazzetta Ufficiale.

¹³ Parlamento Europeo e Consiglio. (2004). Direttiva 2004/25/CE sulle offerte pubbliche di acquisto.

¹⁴ SEC – Securities and Exchange Commission. (n.d.). About the SEC

determinata soglia di partecipazione. L'unico testo su cui ci si può basare è tuttora il Williams Act del 1968¹⁵ che ha introdotto dei requisiti di trasparenza per le acquisizioni significative. In particolare, chiunque acquisisca più del 5% di una classe di titoli azionari di una società quotata deve presentare il Schedule 13D alla Securities and Exchange Commission (SEC), fornendo informazioni dettagliate sull'acquisizione e sulle intenzioni future riguardo alla società. Per quanto riguarda invece le azioni di concerto, la normativa statunitense richiede la divulgazione di accordi o intese tra investitori che agiscono congiuntamente per acquisire o per esercitare il controllo sulla società. Tuttavia come si può notare l'approccio statunitense è molto meno prescrittivo rispetto a quello europeo e italiano concentrandosi principalmente sulla trasparenza e sulla divulgazione piuttosto che imporre degli obblighi specifici. Il confronto tra questi ordinamenti evidenzia differenze sostanziali nell'approccio alla regolamentazione sia delle OPA che delle azioni di concerto. L'Italia e l'Unione Europea adottano un approccio più interventista imponendo obblighi per assicurare la protezione degli azionisti di minoranza e garantire la trasparenza del mercato mentre invece negli Stati Uniti viene privilegiata la libertà contrattuale e si concentrano maggiormente nella divulgazione delle informazioni, lasciando maggiore spazio alle dinamiche del mercato. Queste differenze riflettono diverse filosofie delle regole e delle tradizioni giuridiche influenzando il modo in cui le operazioni di acquisizione sono condotte e percepite nei rispettivi mercati finanziari.

3. Evidenze Empiriche

3.1 Analisi dei dati storici sulle OPA obbligatorie

L'andamento delle OPA obbligatorie nel tempo riflette non solo i cambiamenti normativi ma anche le evoluzioni delle strategie di acquisizione e della competitività del mercato finanziario¹⁶. Queste

¹⁵ U.S. Congress. (1968). Williams Act. Washington D.C.: U.S. Government Publishing Office.

¹⁶ Lener, R. (2001). Le offerte obbligatorie. Profili generali. Milano: Giuffrè Editore

operazioni che ad oggi sono un elemento chiave nelle dinamiche societarie sono influenzate da fattori economici globali, politiche monetarie e tendenze settoriali. Analizzare i dati storici permette di individuare le fasi di maggiore attività e quindi comprendere le motivazioni sottostanti alle operazioni più rilevanti e valutare il loro impatto sul mercato italiano¹⁷. Dal 2007 al 2023 il numero e il valore delle OPA hanno seguito andamenti ciclici spesso correlati alle condizioni macroeconomiche e alle crisi finanziarie. Secondo i dati CONSOB nel periodo sopracitato, sono state registrate in totale 307 Offerte Pubbliche di Acquisto, per un valore complessivo di oltre 75 miliardi di euro¹⁸. L'analisi della distribuzione temporale di queste operazioni evidenzia una correlazione tra l'aumento delle OPA ed i periodi di ripresa economica e di ristrutturazione aziendale successivi alle fasi di crisi finanziaria. Questo capitolo esamina l'evoluzione storica dell'OPA obbligatoria in Italia mettendola a confronto con le principali tendenze nei mercati europei e statunitensi per offrire un quadro completo delle loro implicazioni strategiche e normative¹⁹.

3.1.1 L'Evolutione storica e distribuzione delle OPA in Italia.

L'introduzione dell'OPA obbligatoria in Italia risale agli anni 90 ma è con il recepimento della direttiva 2004/25/CE che si è consolidato il quadro normativo attuale²⁰. Dal 2007 a oggi, il mercato italiano ha visto un'alternanza di periodi di intensa attività di acquisizione, momenti di relativa stagnazione influenzate da fattori macroeconomici, crisi finanziarie e cambiamenti normativi²¹.

Secondo i dati CONSOB, nel periodo dal 2007 al 2009 si sono registrate 231 offerte pubbliche suddivise in:

173 OPA pari al 74,9% del totale, 12 OPS cioè Offerte Pubbliche di Scambio pari al 5,2% , 32 Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio pari al 13,9% e 14 Obblighi di Acquisto ex art. 108, comma 2, TUF (fuori offerta) pari al 6,1%.²²

¹⁷ CONSOB. (2019). Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione. Quaderno di Finanza n. 89. Roma: CONSOB, **pp. 5-18**.

¹⁸ OR CONSOB. (2020). OPA in Italia. Occasional Report. Roma: CONSOB, **pp. 20-40**.

¹⁹ Lener, R. (2001). Le offerte obbligatorie. Profili generali. Milano: Giuffrè Editore.

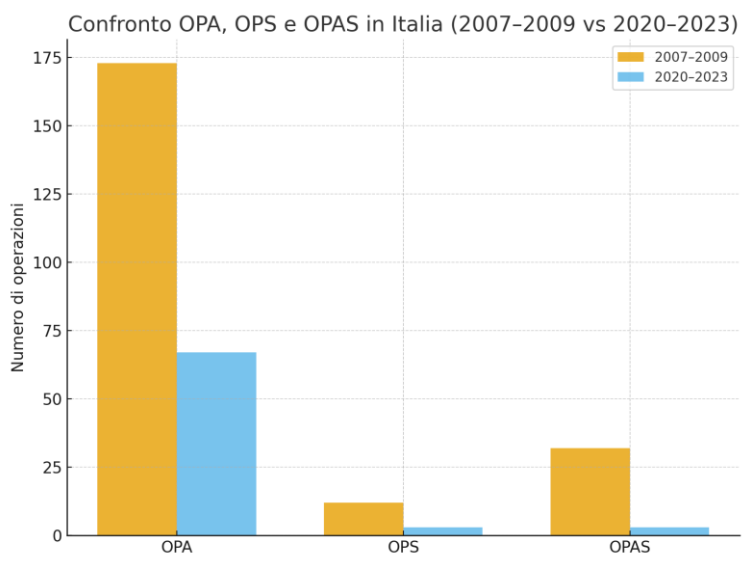
²⁰ Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio. (2004). Direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 142/12.

²¹ Lener, R. (2021). Le offerte obbligatorie – Profili generali

²² CONSOB. (2019). Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione. Quaderno di Finanza n. 89 (pp. 5–18).

Dal 2020 al 2023, il mercato ha registrato 76 offerte pubbliche, suddivise in: 67 OPA, tre OPS, tre OPAS e tre Obblighi di Acquisto ex art. 108, comma due, TUF (fuori offerta)²³.

Le OPA rimangono lo strumento più utilizzato nelle operazioni di mercato, con un'incidenza crescente delle OPA finalizzate al delisting²⁴. Per delisting si intende il processo attraverso il quale una società viene rimossa dalla quotazione in Borsa cessando così di avere il titolo di società pubblica con azioni negoziabili pubblicamente. Questo processo può essere volontario o obbligatorio dipendentemente dalle situazioni; più avanti nel terzo capitolo vedremo degli esempi specifici di delisting. Il confronto tra i due periodi mostra una continuità nelle strategie di acquisizioni con una predominanza di operazioni in contanti con una progressiva riduzione delle operazioni di scambio titoli²⁵.



3.1.2 Dinamiche storiche delle acquisizioni

L'andamento delle opere negli ultimi due decenni riflette strettamente il ciclo economico e l'evoluzione della regolamentazione finanziaria²⁶. Le operazioni di acquisizione non avvengono in modo uniforme nel tempo, ma sono influenzate da fattori economici globali, dall'accesso al credito

²³ OR CONSOB. (2020). OPA in Italia. Occasional Report (pp. 20–40).

²⁴ CONSOB. (2019). Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione. Quaderno di Finanza n. 89 (pp. 12–15).

²⁵ OR CONSOB. (2020). OPA in Italia. Occasional Report (pp. 25–28)

²⁶ Lener, R. (2021). Le offerte obbligatorie. Profili generali.

e da eventi straordinari che possono alterare le strategie aziendali²⁷. Esaminiamo ora le dinamiche avvenute nel corso degli anni.

2007-2008: Forte attività prima della crisi finanziaria.

Il biennio 2007- 2008 è stato caratterizzato da un elevato numero di OPA, grazie a un contesto economico espansivo, ai bassi tassi di interesse e all'ampia disponibilità di credito da parte delle banche. La fiducia nei mercati era elevata e molte aziende hanno approfittato di questa situazione per consolidare la loro posizione attraverso acquisizioni strategiche. Tuttavia il 2008 ha segnato una svolta drammatica con l'esplosione della crisi finanziaria globale innescata dal fallimento di Lehman Brothers e dal crollo del mercato immobiliare statunitense²⁸. Le conseguenze si sono poi propagate rapidamente sui mercati internazionali portando a una drastica riduzione delle operazioni di fusione e acquisizione. La stretta creditizia e l'aumento del costo del capitale hanno reso più difficoltoso il finanziamento delle operazioni di OPA determinando un calo significativo delle attività nel settore.

2009- 2010: Rallentamento ed incertezza economica.

Gli anni 2009 e 2010 sono stati caratterizzati da un periodo di forte incertezza. L'economia globale ha subito una recessione e i mercati finanziari hanno attraversato una fase di volatilità; le operazioni di acquisto in questo periodo sono state molto limitate per cui molte aziende hanno preferito mantenere la liquidità anziché espandersi. Questo implica che ci fu quindi un comportamento più protettivo e conservativo. Eppure nel 2010 si è osservato un parziale recupero delle attività di M&A grazie ai primi segnali di ripresa economiche delle politiche di stimolo adottate dai governi e dalle banche centrali per aiutare a rilanciare la crescita²⁹.

2011- 2013: Crisi del debito sovrano europeo e rallentamento delle OPA.

Dopo la breve ripresa sopra citata il periodo dal 2011 fino al 2013 ha visto di nuovo un rallentamento delle OPA a causa della crisi del debito sovrano europeo; questa crisi ha colpito in particolare i paesi dell'eurozona come la Grecia, l'Italia, la Spagna e il Portogallo che hanno dovuto affrontare e ancora oggi affrontano elevati livelli di indebitamento e misure di austerità imposte dalla BCE e dal FMI.

²⁷ CONSOB. (2019). Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione. Quaderno di Finanza n. 89 (pp. 5–18).

²⁸ OR CONSOB. (2020). OPA in Italia. Occasional Report (pp. 15–25).

²⁹ CONSOB. (2019). Le OPA in Italia dal 2007 al 2019 (pp. 7–15)

Questa instabilità e la sfiducia che si è creata nella mente degli investitori hanno portato a una contrazione del mercato delle acquisizioni per cui la maggior parte delle società hanno evitato operazioni rischiose; infatti molte delle opere avviate in questo periodo avevano solamente l'obiettivo di riorganizzare gruppi già esistenti piuttosto che l'espansione in nuovi settori³⁰.

2014-2016: Graduale ripresa e nuove opportunità di consolidamento

Durante questo periodo la situazione economica è progressivamente migliorata grazie agli interventi della BCE tra cui il quantitative easing avviato da Mario Draghi. Questa grande iniezione di liquidità nel sistema finanziario ha favorito una riduzione del costo del capitale e ha incoraggiato le aziende a tornare a investire in operazioni di M&A.

In questo periodo si è anche assistito a una maggiore presenza dei fondi di private equity nelle operazioni di acquisizioni grazie alla ingente crescita di alcuni settori come il digitale, la tecnologia e l'energia rinnovabile³¹.

2017- 2019: Ripresa sostenuta e ruolo crescente dei fondi di private equity.

Questo triennio è ricordato come una forte ripresa dell'Europa grazie a un miglioramento del contesto macroeconomico e alla stabilità dei mercati. Molte aziende hanno colto l'opportunità della relativa facilità dell'accesso al credito rispetto agli anni precedenti per espandersi tramite acquisizione strategiche. In questo periodo il ruolo dei fondi di private equity è diventato sempre più rilevante, con operazioni di buy out su aziende italiane quotate e non; l'interesse per il mercato italiano è stato trainato da valutazioni aziendali relativamente basse rispetto agli altri mercati europei rendendo queste acquisizioni particolarmente attraenti per gli investitori stranieri³².

2020-2021: La pandemia e l'impatto sulle OPA.

L'emergenza sanitaria legata alla pandemia di Covid-19 ha segnato un'altro importante momento di crisi. L'incertezza economica ha provocato un brusco rallentamento di tutte le offerte pubbliche d'acquisto; pertanto molte aziende hanno congelato i loro piani di acquisizione per fronteggiare la crisi. Ciononostante, nel 2021 si è assistito a una forte ripresa sostenuta da politiche monetarie ultra-

³⁰ CONSOB. (2019). Le OPA in Italia dal 2007 al 2019 (pp. 10–20).

³¹ BCE. (2015). Press release on expanded asset purchase programme (Quantitative Easing), 22 gennaio 2015.

³² CONSOB. (2019). Le OPA in Italia dal 2007 al 2019 (pp. 15–22)

espansive, tassi di interesse bassissimi e pacchetti di stimolo economico varati dai governi. Molte società hanno preferito uscire dalla borsa per ridurre i costi di compliance e guadagnare maggiore flessibilità gestionale³³.

2022-2023: Riorganizzazione del mercato e nuove sfide economiche.

Infine in questi ultimi anni il mercato dell'Europa ha affrontato nuove sfide legate all'aumento dell'inflazione e quindi alla stretta monetaria da parte delle banche centrali nonché alle tensioni geopolitiche internazionali. L'aumento dei tassi di interesse ha reso più costoso il finanziamento delle operazioni di acquisizione; tuttavia il mercato ha continuato a registrare operazioni significative con una crescente attenzione verso acquisizioni nei settori farmaceutico, industriale e tecnologico³⁴.

Nel complesso l'andamento storico dell'Europa dimostra come queste operazioni siano strettamente legate alle condizioni macroeconomiche e finanziarie globali. Durante i periodi di crescita, infatti le aziende tendono maggiormente ad espandersi effettuando più acquisizioni mentre nelle fasi di crisi queste si riducono drasticamente o si concentrano solamente su ristrutturazioni e consolidamenti³⁵.

3.1.3 Strategie finanziarie sottostanti alle OPA.

Le OPA non sono solamente strumenti per il cambio di proprietà aziendale ma spesso sono parte integrante di strategie finanziarie più complesse. Queste strategie possono coinvolgere gli investitori i fondi di private equity ed i grandi gruppi industriali. Distinguiamo le OPA in tre tipologie: le OPA difensive, le OPA finalizzate al consolidamento e le OPA speculative. Le prime sono operazioni lanciate da una società target o dai suoi azionisti di controllo per prevenire acquisizioni ostili. Un esempio classico è il lancio di un'OPA da parte del management stesso o di un gruppo di investitori fedeli per impedire che un soggetto esterno possa acquisire il controllo. Queste operazioni possono prevedere sia le Golden shares, cioè azioni speciali che danno al loro possessore poteri particolari all'interno della società indipendentemente dalla percentuale di partecipazione nel capitale che accordi di voto incrociati o altre misure anti scalata. Le seconde rappresentano una strategia molto

³³ OR CONSOB. (2020). OPA in Italia. Occasional Report (pp. 25–35).

³⁴ OR CONSOB. (2020). OPA in Italia. Occasional Report (pp. 30–45).

³⁵ Lener, R. (2021). Le offerte obbligatorie. Profili generali.

diffusa che viene utilizzata per accrescere il valore aziendale tramite acquisizioni mirate. Grandi gruppi industriali o finanziari già consolidati acquistano società concorrenti per ampliare la propria quota di mercato o rafforzare il proprio settore di riferimento. I settori frequentemente mirati da questo tipo di azione sono quello bancario, quello farmaceutico e quello energetico. Infine il terzo e ultimo tipo cioè l'OPA speculativa si ravvisa quando alcuni investitori lanciano un'OPA con l'obiettivo di acquisire società sottovalutate migliorando così la loro redditività per poi rivenderle con un forte guadagno. Queste operazioni sono molto spesso accompagnate da importanti ristrutturazioni aziendali complete e non.

3.1.4 Confronto con gli altri mercati finanziari.

L'analisi comparativa tra i mercati finanziari evidenzia approcci diversi alla regolamentazione delle OPA, influenzati dalle strutture normative e dagli interessi economici dei vari paesi³⁶.

Il mercato statunitense è caratterizzato da una maggiore flessibilità nelle acquisizioni grazie all'assenza di un'OPA obbligatoria, tuttavia, il Williams Act del 1968, introducendo gli obblighi di trasparenza, impone la divulgazione dell'operazione³⁷. Inoltre negli USA sono frequenti le tender offers che permettono agli investitori di acquisire azioni direttamente dagli azionisti senza passare dal mercato borsistico³⁸. Un caso emblematico è quello dell'acquisizione di Twitter da parte di Elon Musk nel 2022. Dopo un iniziale acquisto di partecipazione del 9%, Musk ha avanzato un'offerta per rilevare il 100% delle azioni, concludendo con una transazione di circa 44 miliardi di dollari. Questa vicenda ha attirato l'attenzione della SEC (Securities and Exchange Commission) che ha monitorato da vicino i tempi e la trasparenza dell'operazione³⁹. Un altro mercato molto interessante da analizzare invece è quello britannico il quale è regolato dal Takeover Code cioè un insieme di linee guida che mirano a proteggere gli azionisti di minoranza ed a garantire un trattamento equo in caso di acquisizioni. L'elemento distintivo di queste linee guida è il cosiddetto "put up or shut up rule", che impone agli offerenti di dichiarare in un periodo ristretto se intendono o meno portare

³⁶ Lener, R. (2021). Le offerte obbligatorie. Profili generali.

³⁷ U.S. Congress. (1968). Williams Act. Public Law 90-439.

³⁸ Coffee, J. C. (2021). Meme Stock Frenzy: Retail Trading and Market Integrity (pp. 5–15).

³⁹ Reuters. (2022). Elon Musk completes \$44 billion acquisition of Twitter.

avanti un'OPA per evitare speculazioni e volatilità sul mercato⁴⁰. Infine altri due mercati interessanti sono quello tedesco e quello francese che adottano normative simili a quelle italiane con soglie di partecipazione ben definite oltre alle quali scatta l'OPA obbligatoria. In Germania il Wertpapierswerbs-und Übernahmegesetz (WpÜG) impone l'avvio di un OPA obbligatoria superata la soglia del 30% di partecipazione. Uno dei casi più complessi fu la vicenda tra la Porsche e la Volkswagen⁴¹. Inizialmente la prima ha tentato di acquisire la seconda ma a causa di una crisi finanziaria e di un forte indebitamento fu la Volkswagen a prenderne il controllo della Porsche. In Francia il sistema normativo segue le direttive europee con però alcune peculiarità che rendono il processo più complicato in materia di acquisizioni strategiche specialmente nei settori sensibili come energia e difesa. Tra i casi più noti francesi troviamo l'OPA lanciata da Altice su SFR nel 2014 che ha segnato un'importante fase di consolidazione nel territorio delle telecomunicazioni francese⁴².

3.1.5. Implicazioni per il mercato italiano

L'elevato numero di OPA finalizzate al delisting ha sollevato molteplici interrogativi su quanto fosse realmente sostenibile il mercato azionario italiano⁴³. Come conseguenza della riduzione del numero di società quotate vi è stata una diminuzione della liquidità che ha avuto come conseguenza una minore attrattiva della Borsa Italiana per gli investitori internazionali⁴⁴. Le OPA in Italia spesso riguardano azioni guidate dai fondi di private equity orientate a riorganizzare le società fuori dai vincoli imposti dalla quotazione di Borsa⁴⁵. A fronte di questa situazione si è iniziato a riflettere sulla rigidità della disciplina italiana in materia di OPA obbligatoria. Secondo alcuni osservatori, l'«Obbligo di Offerta previsto al superamento delle soglie definite, create per tutelare gli azionisti di minoranza, disincentivano le operazioni di investimento e acquisizione mentre incentiva le strategie orientate al delisting⁴⁶. Questa maggiore protezione rispetto ad altri ordinamenti può anche tradursi

⁴⁰ The Takeover Panel. (2021). The Takeover Code (pp. 15–30).

⁴¹ OR CONSOB. (2020). OPA in Italia. Occasional Report (pp. 60–75, sezioni comparative su Germania).

⁴² CONSOB. (2019). Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione (pp. 40–50, sezioni comparative su Francia).

⁴³ Lener, R. (2021). Le offerte obbligatorie. Profili generali

⁴⁴ CONSOB. (2019). Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione. Quaderno di Finanza n. 89 (pp. 25–35).

⁴⁵ OR CONSOB. (2020). OPA in Italia. Occasional Report (pp. 45–60).

⁴⁶ Lener, R. (2021). Le offerte obbligatorie. Profili generali

in minore dinamicità. Un primo esempio pratico è: l'emblematica OPA lanciata da Lactalis su Parmalat nel 2011. Dopo aver superato la soglia prevista dalla legge, il gruppo francese ha acquisito il controllo portando Parmalat progressivamente al delisting. L'operazione, sebbene pienamente conforme alle regole vigenti, ha suscitato ampio dibattito in merito alle capacità del sistema di difendere la centralità delle imprese italiane nel contesto internazionale⁴⁷. Allo stesso modo, L'OPA su Autostrade d'Italia, promossa da Atlantia nel 2022 ha mostrato come tali operazioni possano essere impiegate per riorganizzare profondamente le strutture societarie, conducendo a una gestione più flessibile ma meno trasparente dal punto di vista del mercato⁴⁸. Nel dibattito attuale si avverte l'esigenza di trovare un equilibrio tra la tutela degli investitori e l'efficienza del mercato. Alcuni auspicano una riforma della disciplina italiana che possa alleggerire determinati vincoli rendendo più attrattivo il mercato finanziario. Tutto ciò senza ovviamente compromettere la trasparenza e la protezione dei diritti degli azionisti⁴⁹. In quest'ottica, il legislatore sarà chiamato a definire strumenti normativi capaci di incentivare la permanenza delle società sul listino, favorendo al contempo strategie di crescita sostenibile e una maggiore competitività del mercato italiano nel panorama europeo e mondiale⁵⁰.

3.2 Il ruolo delle Autorità di vigilanza nelle OPA: Italia, Europa e Stati Uniti.

3.2.1 La CONSOB e la vigilanza sul mercato italiano

In Italia, la vigilanza regolamentare sulle operazioni di acquisizione è affidata alla CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), l'autorità italiana per la gestione del mercato mobiliare. Il controllo della CONSOB è sia formale che sostanziale e si estende a tutte le fasi di

⁴⁷ Il Sole 24 Ore. (2011). Lactalis conquista Parmalat: scatta l'OPA sul gruppo alimentare.

⁴⁸ Reuters. (2022). Atlantia launches takeover bid for Autostrade per l'Italia.

⁴⁹ CONSOB. (2019). Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione. Quaderno di Finanza n. 89 (pp. 30–40).

⁵⁰ OR CONSOB. (2020). OPA in Italia. Occasional Report (pp. 55–70).

un'offerta pubblica di acquisto⁵¹. Dalla pubblicazione del documento di offerta alla verifica del prezzo di offerta, fino al monitoraggio della trasparenza e della correttezza delle informazioni comunicate al mercato, la CONSOB svolge un ruolo fondamentale nel garantire che il processo di OPA rispetti i requisiti di legge e tuteli gli interessi degli investitori⁵². Ad esempio, ai sensi dell'articolo 102 del TUF, l'offerente deve presentare alla CONSOB, per approvazione, un documento di offerta che includa i dettagli dell'offerta e soddisfi determinati criteri di correttezza⁵³. La CONSOB esamina il documento per garantire che siano fornite tutte le informazioni richieste e che l'offerta rispetti le regole come l'offerta di almeno il prezzo minimo obbligatorio, che in molti casi corrisponde al prezzo più alto pagato dall'offerente nei 12 mesi precedenti per le azioni. L'autorità ha inoltre il potere di sospendere o interrompere un'offerta in caso di irregolarità o se necessario per proteggere gli investitori o l'integrità del mercato⁵⁴. Questi poteri consentono alla CONSOB di intervenire, ad esempio, qualora vi siano segnali di manipolazione del mercato in relazione all'offerta o qualora l'informativa risulti fuorviante. Un esempio significativo che illustra l'azione di vigilanza della CONSOB è un caso meno pubblicizzato del 2017: l'offerta pubblica di acquisto volontaria su Italmobiliare, una holding di investimento, da parte della famiglia Pesenti⁵⁵. Pur non avendo la stessa rilevanza sistemica di alcune grandi acquisizioni bancarie o di società blue-chip, questa operazione è esemplificativa. La famiglia Pesenti controllava già Italmobiliare e aveva lanciato un'OPA per aumentare la propria partecipazione e revocare la quotazione della società. La CONSOB ha esaminato attentamente le condizioni dell'offerta e ne ha verificato la correttezza nei confronti degli azionisti di minoranza⁵⁶. Sebbene l'offerta di Italmobiliare non rappresentasse un rischio sistemico, è stata significativa perché ha comportato la revoca della quotazione della società. Durante tutto il processo, l'attenta supervisione della CONSOB ha garantito il rispetto delle regole: il prezzo dell'offerta era equo, gli azionisti di minoranza disponevano di informazioni adeguate e la procedura rispettava tutti i requisiti di legge. Questo caso ha evidenziato come anche le offerte di medie dimensioni ricevano un'attenzione regolamentare approfondita in Italia. L'intervento della

⁵¹ CONSOB. (s.d.). In caso di offerta pubblica di acquisto (OPA)

⁵² Lener, R. (2021). Le offerte obbligatorie. Profili generali

⁵³ Repubblica Italiana. (1998). Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Testo Unico della Finanza (TUF), artt. 101-bis, 106–108.

⁵⁴ CONSOB. (2020). OPA in Italia. Occasional Report (pp. 30–45).

⁵⁵ Il Sole 24 Ore. (2017). OPA di Italmobiliare, la CONSOB vigila sull'equità dell'operazione.

⁵⁶ CONSOB. (2019). Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione. Quaderno di Finanza n. 89 (pp. 20–35).

CONSOB ha garantito un esito in cui gli azionisti di minoranza sono stati tutelati, rafforzando la fiducia nel mercato per il controllo societario⁵⁷. In pratica, la rigorosa applicazione da parte della CONSOB della normativa italiana in materia di OPA ancorata al TUF e alle Norme di Attuazione, mantiene un equilibrio tra la contendibilità delle società e la stabilità del mercato⁵⁸. Il quadro giuridico italiano, uno dei più stringenti in Europa in materia di OPA obbligatoria, è quindi attivamente rispettato dall'autorità di regolamentazione. La CONSOB rimane inoltre vigile su eventuali situazioni di azione concertata come discusso, accordi occulti tra più investitori. Qualora emergano prove di un'azione concertata non dichiarata, la CONSOB può obbligare tali investitori a lanciare un'offerta pubblica di acquisto completa. In sintesi, la CONSOB funge da custode del processo di OPA italiano: garantisce che tutti gli azionisti, in particolare le minoranze, ricevano parità di trattamento e informazioni complete durante un'OPA e può intervenire con decisione se un'offerta minaccia di violare i principi di correttezza del mercato o i diritti degli investitori.

3.2.2 L'ESMA e il coordinamento europeo.

A livello europeo, la vigilanza sulle acquisizioni non è centralizzata in un'unica "autorità UE per le acquisizioni", ma è distribuita tra le autorità nazionali, con il coordinamento e la guida dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA). L'autorità di regolamentazione di ciascun paese, come la CONSOB per l'Italia, l'AMF per la Francia, la BaFin per la Germania, ecc. applica le norme nel proprio mercato. Il ruolo dell'ESMA è principalmente quello di promuovere l'armonizzazione della regolamentazione sulle acquisizioni e di garantire la coerenza delle prassi regolamentari in tutta l'UE⁵⁹. Ciò è particolarmente importante nei casi di acquisizioni transfrontaliere, quando, ad esempio, una società di un paese dell'UE lancia un'offerta per una società di un altro paese, potenzialmente coinvolgendo molteplici regimi giuridici e autorità di regolamentazione. L'ESMA facilita la cooperazione tra le autorità nazionali ed emana linee guida o raccomandazioni per allineare i loro approcci⁶⁰. Un aspetto del coinvolgimento dell'ESMA è la definizione degli standard di informativa e delle raccomandazioni procedurali per le acquisizioni.

⁵⁷ Lener, R. (2021). Le offerte obbligatorie. Profili generali.

⁵⁸ Parlamento Europeo e Consiglio. (2004). Direttiva 2004/25/CE sulle offerte pubbliche di acquisto.

⁵⁹ Parlamento Europeo e Consiglio. (2004). Direttiva 2004/25/CE sulle offerte pubbliche di acquisto.

⁶⁰ Lener, R. (2021). Le offerte obbligatorie. Profili generali

L'ESMA gestisce risorse come il portale "Offerte Pubbliche di Acquisizione - Informativa all'Emittente", che fornisce informazioni sugli obblighi di informativa e sulle migliori pratiche per le acquisizioni in tutta l'UE⁶¹. Sebbene l'ESMA non approvi le singole offerte pubbliche di acquisto poiché ciò rimane di competenza delle autorità nazionali, quest'ultima ha il mandato di promuovere la convergenza, il che significa che si adopera per garantire che lo spirito della Direttiva sulle OPA sia applicato in modo uniforme⁶². Nel 2013, ad esempio, l'ESMA, basandosi sul lavoro del suo predecessore il CESR, ha pubblicato un aggiornamento delle raccomandazioni sull'attuazione coerente del quadro normativo dell'UE in materia di abusi di mercato⁶³. Sebbene quel documento specifico trattasse di abusi di mercato, riflette l'impegno più ampio per garantire che tutti gli Stati membri dell'UE applichino le normative di mercato, comprese quelle che riguardano le acquisizioni, in modo coerente. In pratica, se un'acquisizione presenta elementi transfrontalieri come ad esempio: se gli azionisti sono distribuiti in più paesi o se è prevista una doppia quotazione, l'ESMA potrebbe intervenire per coordinare la condivisione delle informazioni tra le autorità di regolamentazione o per risolvere questioni giurisdizionali⁶⁴. L'ESMA è stata inoltre coinvolta nel monitoraggio dell'utilizzo da parte degli Stati membri delle disposizioni facoltative della Direttiva sulle OPA come la controversa "neutralità del consiglio di amministrazione" o "passivity rule" e la "breakthrough rule", che alcuni paesi hanno implementato e altri no. In tal modo, l'obiettivo dell'ESMA è quello di attenuare eventuali disparità significative che potrebbero svantaggiare gli investitori di diversi paesi o creare scappatoie per l'arbitraggio regolamentare⁶⁵. È importante notare che l'ESMA in genere non interferisce né pone il veto su offerte specifiche: la sua influenza si esplica piuttosto attraverso strumenti di soft law e facilitando la comunicazione. Ad esempio, l'ESMA ha pubblicato linee guida su come gestire determinate informative nelle offerte pubbliche di acquisto per garantire che tutti gli investitori europei ricevano informazioni di qualità. In caso di incidenti paneuropei, come le acquisizioni che interessano società a partecipazione ampia, l'ESMA può fungere da forum per le autorità di regolamentazione per coordinare le risposte. Promuovendo standard comuni, l'ESMA contribuisce a mantenere condizioni di parità, fondamentale per la fiducia degli investitori negli

⁶¹ ESMA. (s.d.). Takeover Bids

⁶² Parlamento Europeo e Consiglio. (2004). Direttiva 2004/25/CE sulle offerte pubbliche di acquisto.

⁶³ ESMA. (2013). Update of the Committee of European Securities Regulators (CESR) recommendations on the consistent implementation of the EU market abuse framework.

⁶⁴ CONSOB. (2019). Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione. Quaderno di Finanza n. 89

⁶⁵ OR CONSOB. (2020). OPA in Italia. Occasional Report

investimenti transfrontalieri. Nel complesso, il coinvolgimento dell'ESMA integra il lavoro delle autorità di regolamentazione nazionali aggiungendo un livello di coerenza e colmando eventuali lacune negli scenari transnazionali, rafforzando così l'efficacia del quadro normativo dell'UE in materia di acquisizioni.

3.2.3 La SEC e l'approccio statunitense alla trasparenza.

Negli Stati Uniti, l'approccio normativo alle acquisizioni è incentrato sulla Securities and Exchange Commission (SEC) e sul suo mandato di far rispettare le leggi sui titoli, che enfatizzano la trasparenza e l'equità sui mercati⁶⁶. Come accennato, la legge statunitense non obbliga un acquirente di controllo a presentare un'offerta generalizzata a tutti gli azionisti; richiede invece che le informazioni rilevanti siano divulgate affinché gli investitori possano prendere decisioni informate⁶⁷. Il ruolo della SEC è garantire che le condizioni di concorrenza siano eque durante queste contese per il controllo societario. Esamina attentamente le informative per verificarne l'accuratezza e la completezza e può adottare misure coercitive contro condotte fraudolente o manipolative⁶⁸. Un esempio lampante del tipo di condotta scorretta da cui le autorità di regolamentazione statunitensi si difendono è il caso delle false offerte pubbliche di acquisto, che sfruttano la dipendenza del sistema dalla divulgazione. Nel 2015, è stata presentata un'offerta pubblica di acquisto fasulla per Avon Products, sostenendo che una società "fittizia" si stesse offrendo di acquistare la società a un premio enorme. Questa falsa presentazione ha fatto salire rapidamente il prezzo delle azioni Avon e ha innescato un'indagine della SEC⁶⁹. L'incidente ha rivelato come, in assenza di un requisito obbligatorio di offerta, la debolezza del sistema statunitense possa risiedere nell'abuso dei canali di divulgazione: un annuncio fasullo può causare danni se non individuato tempestivamente. La SEC ha infine identificato e incriminato i responsabili della bufala che miravano a trarre profitto dall'andamento del prezzo delle azioni. Questo caso sottolinea che, sebbene gli Stati Uniti consentano libertà nei tentativi di acquisizione, la SEC deve vigilare per vigilare sull'integrità delle informazioni e sull'insider trading o sulla manipolazione del mercato. Un altro aspetto della regolamentazione

⁶⁶ U.S. Congress. (1968). Williams Act. Washington, DC: U.S. Government Publishing Office.

⁶⁷ SEC. (2021). Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021.

⁶⁸ Lener, R. (2021). Le offerte obbligatorie. Profili generali

⁶⁹ Reuters. (2015). Fake Avon takeover bid spurs SEC probe.

statunitense sulle acquisizioni è la legge statale: battaglie significative per il controllo societario si svolgono spesso in base alle leggi statali sulle società in particolare, per molte aziende, la legge del Delaware⁷⁰. Le leggi statali possono consentire ai consigli di amministrazione di adottare tattiche difensive come le poison pills, che possono scoraggiare le acquisizioni indesiderate. Ciò contrasta con le prassi europee, dove in alcuni paesi i consigli di amministrazione sono vincolati dalla "regola della passività" durante le acquisizioni. La Commissione ha anche ampi poteri esecutivi: ad esempio, nei casi di insider trading, in cui qualcuno opera sulla base di informazioni non pubbliche relative a un'offerta pubblica di acquisto imminente, o se vengono rilasciate false dichiarazioni nei documenti di offerta, la SEC può intervenire, imporre sanzioni o richiedere ingiunzioni⁷¹. In sintesi, il modello statunitense si basa sulla supervisione regolamentare per mantenere un mercato ordinato, piuttosto che imporre un particolare risultato economico come un'acquisizione obbligatoria. Gli azionisti di una potenziale società target devono monitorare i documenti e i segnali di mercato; potrebbero non ottenere un'uscita automatica, ma beneficiano di leggi che obbligano i potenziali acquirenti a essere trasparenti sulle proprie intenzioni⁷². La SEC garantisce che qualsiasi offerta pubblica di acquisto venga effettuata rispettando regole precise, assicurando che tutti gli azionisti ottengano lo stesso prezzo e che non vi siano offerte coercitive o pratiche scorrette. Questo approccio può consentire cambiamenti di controllo più drastici e rapidi, come nel caso di investitori attivisti che accumulano partecipazioni o di offerte ostili lanciate in tempi molto brevi, rispetto all'Europa. Tuttavia, il suo successo dipende dalla credibilità e dalla completezza delle informazioni⁷³ disponibili.

3.2.4 Confronto e riflessioni conclusive.

Confrontando i ruoli di CONSOB, ESMA e SEC, si osservano riflessi delle filosofie regolamentari sottostanti. Il controllo pratico ed ex ante di ogni offerta da parte della CONSOB contrasta con l'approccio di enforcement ex post della SEC, che interviene principalmente in caso di illeciti⁷⁴. L'ESMA, d'altra parte, opera in background per allineare i diversi approcci nazionali in modo che

⁷⁰ CONSOB. (2019). Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione. Quaderno di Finanza n. 89

⁷¹ SEC. (2021). Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021.

⁷² U.S. Congress. (1968). Williams Act. Washington, DC

⁷³ Lener, R. (2021). Le offerte obbligatorie. Profili generali

⁷⁴ SEC. (2021). Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021.

un'acquisizione in qualsiasi paese dell'UE rispetti i principi comuni della Direttiva sulle OPA⁷⁵. Il caso italiano mostra un'autorità di regolamentazione profondamente coinvolta nella correttezza di ogni transazione, mentre il caso statunitense mostra un'autorità di regolamentazione che si occupa principalmente di garantire che i meccanismi di mercato non vengano violati da disinformazione o frodi⁷⁶. Una chiara differenza sta nel modo in cui viene bilanciato il principio di tutela degli azionisti e quello di libertà del mercato. In Italia/UE, la regolamentazione propende verso la tutela: gli azionisti di minoranza hanno diritto a un trattamento equo ogni volta che il controllo viene consolidato⁷⁷. Negli Stati Uniti, l'equilibrio pende verso la libertà: gli investitori possono agire con coraggio, mentre gli altri devono rimanere vigili e fare affidamento sulle informazioni fornite⁷⁸. Questa divergenza fondamentale implica che le problematiche si manifestino in modo diverso: l'Europa teme la presenza di gruppi di pressione occulti o il controllo strisciante, motivo per cui sono state introdotte rigide norme sulla divulgazione di informazioni relative alla cooperazione e alle soglie. Gli Stati Uniti invece temono la divulgazione falsa o inadeguata e i comportamenti opportunistici, il che ha portato a una rigorosa applicazione delle norme antifrode⁷⁹. Come hanno osservato Armour e Skeel (2007), queste differenze sono emerse a causa di chi ha redatto le norme e delle loro motivazioni: le norme statunitensi sono state plasmate da preoccupazioni sulla liquidità e l'efficienza del mercato, mentre le norme europee sono state guidate dall'obiettivo di armonizzare le tutele e prevenire una corsa al ribasso nel diritto delle acquisizioni⁸⁰. Nonostante le differenze, entrambi i sistemi mirano a preservare la fiducia degli investitori. L'Europa lo fa garantendo i risultati: se il controllo cambia, le minoranze hanno la possibilità di uscire ad un prezzo equo, mentre gli Stati Uniti lo fanno impegnandosi a garantire l'integrità del processo, assicurando che un'acquisizione non avvenga con inganno o coercizione e che il flusso di informazioni sia solido e trasparente⁸¹. Entrambi gli approcci hanno dovuto adattarsi alle nuove realtà di mercato e, a volte, hanno imparato gli uni dagli altri. Ad esempio, le disposizioni europee in materia di trasparenza sono state presumibilmente

⁷⁵ Parlamento Europeo e Consiglio. (2004). Direttiva 2004/25/CE sulle offerte pubbliche di acquisto.

⁷⁶ CONSOB. (s.d.). In caso di offerta pubblica di acquisto (OPA).

⁷⁷ CONSOB. (2019). Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione. Quaderno di Finanza n. 89

⁷⁸ U.S. Congress. (1968). Williams Act. Washington, DC: U.S. Government Publishing Office.

⁷⁹ ESMA. (2013). Update of the CESR recommendations on the consistent implementation of the EU market abuse framework.

⁸⁰ Armour, J. & Skeel, D. A. (2007). Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation. *Georgetown Law Journal*, 95(6), 1727–1794.

⁸¹ ESMA. (s.d.). Takeover Bids – Issuer disclosure.

influenzate dal successo della regolamentazione statunitense basata sulla disclosure, e gli Stati Uniti hanno talvolta valutato l'utilità di alcuni aspetti delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie in determinati contesti pur non sempre adottandoli. Il dialogo in corso in materia di governance societaria comparata ruota spesso attorno alla ricerca del punto di equilibrio tra questi modelli. Passando ai casi di studio, queste differenze normative saranno vividamente illustrate. La saga di GameStop negli Stati Uniti si è verificata in un contesto normativo che ha permesso a una sorta di frenesia del mercato di svilupparsi senza innescare un'offerta pubblica di acquisto unificante, mentre il caso Mediobanca-MPS in Italia si è svolto sotto l'occhio vigile di molteplici autorità pronte ad applicare le regole dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria e le disposizioni in materia di accordi di partenariato⁸². Ogni caso, a suo modo, mette alla prova la resilienza del suo quadro normativo, ovvero se è in grado di affrontare nuove sfide pur continuando a rispettare i principi di trasparenza, equità e stabilità del mercato.

4. Applicazione ai casi GameStop e Mediobanca

4.1. Introduzione ai casi studio.

Il presente capitolo si propone di analizzare due casi emblematici avvenuti negli ultimi anni in materia di OPA. Il primo è il caso GME negli Stati Uniti ed il secondo è il caso Mediobanca in Italia. Entrambi gli eventi hanno sollevato interrogativi significativi riguardo al funzionamento ed alla regolamentazione delle operazioni dei mercati finanziari nonché al ruolo delle autorità di vigilanza. Il caso GameStop, avvenuto all'inizio del 2021 ha visto un gruppo di investitori retail coordinarsi tramite piattaforme online per acquistare massicciamente azioni della società oramai

⁸² Il Sole 24 Ore. (2017). OPA di Italmobiliare, la CONSOB vigila sull'equità dell'operazione.

decaduta provocando un aumento vertiginoso del prezzo e causando perdite ingenti per alcuni hedge fund che avevano scommesso sul ribasso sul titolo⁸³. Questo fenomeno diede vita a una questione molto importante sulla trasparenza, la regolamentazione e l'equità delle operazioni del mercato poiché non si era mai verificato che è una comunità online riuscisse ad influenzare così tanto i mercati⁸⁴. Il caso Mediobanca, sviluppatosi tra il 2020 e il 2025 riguarda invece dinamiche di governance e di controllo tipiche del contesto italiano: l'attivismo di azionisti rilevanti in particolare Delphin/Del Vecchio e Caltagirone, l'intreccio con la partecipazione in Assicurazioni Generali e i recenti sviluppi legati all'OPA proposta da MPS⁸⁵. Il dossier tocca direttamente istituti centrali del diritto commerciale e dei mercati come gli obblighi e le soglie dell'OPA, le “azioni di concerto” (art. 101-bis TUF), le passivity rule per la società bersaglio e il coordinamento tra autorità: CONSOB, BCE e Antitrust⁸⁶. L'analisi comparata tra GameStop e Mediobanca consente quindi di mettere a fuoco due traiettorie molto diverse attraverso cui può emergere, o essere minacciato, il controllo societario: da un lato una pressione di mercato “dal basso”, atipica e non istituzionalizzata; dall'altro un percorso formale di acquisizione/OPA, incardinato in regole e presidi di vigilanza.

4.2 il caso GameStop: short squeeze, poteri retail e azioni di concerto.

⁸³ U.S. House Committee on Financial Services. (2022). *Game Stopped? Who Wins and Loses When Short Sellers, Social Media, and Retail Investors Collide* (pp. 5–12).

⁸⁴ EC. (2021). *Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021* (pp. 10–20).

⁸⁵ LaPresse. (2025, 9 settembre). *MPS closes offer on Mediobanca at 62.3%: a new competitive force is born.*

⁸⁶ Repubblica Italiana. (1998). Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Testo Unico della Finanza (*TUF*), *artt. 101-bis, 106–108.*



All'inizio del 2021 le azioni di GameStop, una storica catena statunitense di negozi specializzati nella vendita di videogiochi, hanno registrato un'impennata senza precedenti. In poche settimane il titolo è passato da circa 20 \$ a oltre 400 \$ catturando l'attenzione globale dando vita a uno dei fenomeni più discussi della finanza moderna⁸⁷. Ciò che attirò tutta questa attenzione fu proprio il fatto che il contesto economico dell'azienda era tutt'altro che favorevole; infatti con il declino della distribuzione fisica e l'espansione delle piattaforme digitali GameStop appariva ai più come un modello di business in crisi. Proprio per questo motivo diversi hedge fund avevano deciso di aprire posizioni short sul titolo cioè vendere azioni nella convinzione che il loro prezzo sarebbe ulteriormente calato per poi ricomprarle a un valore inferiore e realizzare un guadagno. Questo scenario è stato sconvolto dall'iniziativa di un gruppo di investitori retail, coordinati tramite il potere forum reddit "r/WallStreetBets"⁸⁸. Attraverso una campagna virale e fortemente condivisa migliaia di piccoli risparmiatori hanno iniziato ad acquistare azioni GameStop in modo massiccio e simultaneo. L'obiettivo era duplice: da un lato contrastare il predominio degli hedge fund e dall'altro avviare quello che in gergo finanziario è noto come short squeeze⁸⁹. Lo short squeeze è un fenomeno di mercato che si verifica quando un titolo fortemente venduto allo scoperto subisce una improvvisa e forte crescita del prezzo; ciò costringe gli short seller a correre ai ripari acquistando azioni per

⁸⁷ SEC. (2021). Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021 (pp. 5–15).

⁸⁸ U.S. House Committee on Financial Services. (2022). Game Stopped? Who Wins and Loses When Short Sellers, Social Media, and Retail Investors Collide (pp. 8–20).

⁸⁹ Bebchuk, L. A., & Hart, O. (2002). Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control (pp. 12–18).

chiudere le proprie posizioni e limitare le perdite. L'effetto paradossale è che tali acquisti forzati alimentano ulteriormente la domanda facendo salire ancora di più il prezzo e creando una spirale esplosiva. In questo caso il livello di short interest aveva addirittura superato il 100% delle azioni disponibili rendendo il titolo particolarmente vulnerabile. La rapida impennata del valore del titolo ha causato perdite miliardarie per alcuni fondi speculativi come Melvin Capital che aveva scommesso contro l'azienda. Il ruolo degli investitori retail in questa vicenda è stato determinante. Infatti questi ultimi, tradizionalmente marginalizzati rispetto ai grandi operatori istituzionali, hanno dimostrato come, grazie alle tecnologie digitali ed alle comunicazioni in tempo reale, sia possibile coordinare le strategie di investimento collettive in grado di influenzare profondamente il mercato⁹⁰. L'uso combinato di piattaforme di trading gratuiti come Robin Hood, di forum online e dei social media ha trasformato l'approccio degli investitori retail non più da spettatori ma da veri protagonisti dei mercati. La dinamica di questo caso rappresenta uno spartiacque nella storia della finanza moderna ponendo interrogativi nuovi su regolamentazione, equità e responsabilità dei mercati. Un ulteriore aspetto centrale del caso è il dibattito sulle azioni di concerto. In ambito giuridico e finanziario si parla di azioni concrete di concerto quando più soggetti coordinano consapevolmente le proprie mosse per influenzare il controllo di una società o le sue scelte. Nel caso di GameStop quindi non si è trattato formalmente di un'azione di concerto nel senso strettamente giuridico ma di una coordinazione spontanea e virale degli investitori, favorito dalla regolamentazione americana poco restrittiva⁹¹. Pur agendo in modo apparentemente indipendente i partecipanti al forum reddit hanno condiviso obiettivi e tempistiche simili dando origine a una forma di cooperazione diffusa che ha sollevato interrogativi sulla necessità di aggiornare le normative esistenti. La Securities and Exchange Commission (SEC), pur non ravvisando violazioni formali, ha seguito da vicino l'evento dichiarando l'intenzione di monitorare attentamente l'uso delle piattaforme digitali nel determinare i movimenti dei titoli. Infatti la normativa SEC richiede la presentazione del Modulo 13D per i soggetti che superano il 5% di partecipazione azionaria con intento attivo ma non disciplina direttamente le condotte collettive non strutturate come quelle avvenute su reddit. Questo ha quindi generato un vuoto normativo poiché l'assenza di un piano formale rende difficile applicare le regole tradizionali

⁹⁰ Bank for International Settlements. (2021). Retail participation in equity markets and implications for market structure (pp. 22–35).

⁹¹ Enriques, L. (2004). The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization without Foundation? (pp. 440–455).

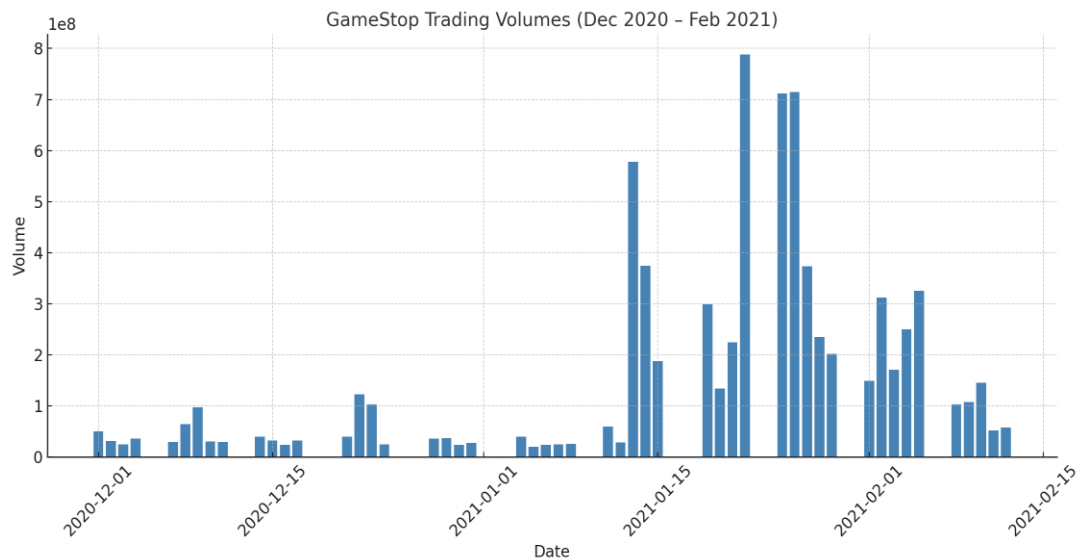
sulle aggregazioni di potere. Il caso ha quindi evidenziato una nuova realtà in cui le azioni coordinate, anche se informali, possono avere effetti concreti sull'andamento dei mercati. Un altro aspetto rilevante nel caso GameStop è il comportamento del management della società. Sorprendentemente l'impennata del titolo non è stata alimentata da notizie aziendali o da operazioni strategiche bensì da dinamiche di mercato esogene. Il consiglio di amministrazione ha adottato un atteggiamento attendista nei momenti iniziali della tendenza evitando dichiarazioni pubbliche che potessero influenzare l'andamento anomalo del titolo. Solo, in seguito, il BOD (Board Of Directors) ha sfruttato l'opportunità per emettere nuove azioni a prezzi molto gonfiati raccogliendo fondi per migliorare la struttura finanziaria dell'azienda e per sostenerne i piani di rilancio⁹². La scelta legittima ma opportunistica ha posto ulteriori interrogativi sull'equilibrio tra il diritto societario e la responsabilità fiduciaria con le dinamiche speculative. Un ulteriore elemento che alimentato il dibattito è stato il comportamento della piattaforma di trading Robinhood proprio nei giorni in cui le azioni GameStop stavano raggiungendo i massimi storici. La società di trading ha improvvisamente limitato e in alcuni casi bloccato la possibilità per gli utenti retail di acquistare nuove azioni della società consentendo solo la vendita. Questa decisione ha immediatamente provocato un crollo del titolo e acceso sospetti su una possibile forma di manipolazione del mercato o quantomeno di protezione indiretta degli interessi degli hedge fund esposti allo short. L'applicazione ha giustificato l'azione citando esigenze tecniche legate ai margini richiesti di suo partner di compensazione (clearing house) ma l'opinione pubblica e molti membri del Congresso degli Stati Uniti hanno considerato l'intervento una violazione della libera formazione dei prezzi di mercato⁹³. L'autorità di vigilanza statunitense ha infatti avviato un'indagine e convocate audizioni pubbliche per approfondire le motivazioni⁹⁴; le implicazioni di tali restrizioni hanno messo in luce i limiti dei regolatori delle piattaforme digitali nonché la necessità di ridefinire le responsabilità operative degli intermediari finanziari non tradizionali. In conclusione, il caso GameStop rappresenta un punto di svolta nel rapporto tra piccoli investitori, mercati, autorità vigilanti e norme. Questo caso ha aperto una riflessione profonda sull'equilibrio tra libertà di investimento e necessità di controllo. In più ha fatto capire il crescente ruolo delle comunità online. In questo contesto, concetti come azioni di concerto, trasparenza e

⁹² SEC. (2021). Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021 (pp. 25–30).

⁹³ Axios. (2021). SEC will look to “freshen up” equity market’s structure, chair says.

⁹⁴ ThinkAdvisor. (2021). Robinhood CEO testifies before Congress.

vigilanza richiedono un aggiornamento interpretativo per restare coerenti con l'evoluzione della finanza contemporanea.



4.3 Il caso Mediobanca-MPS: attivismo azionario e operazioni di takeover

Parallelamente al caso GameStop, ma di natura molto diversa, vi è il caso Mediobanca che rappresenta un esempio di attivismo azionario tradizionale esercitato dai grandi investitori. Mediobanca è una banca d'affari italiana storicamente al centro della finanza nazionale, nota per aver a lungo controllato importanti società come ad esempio Assicurazioni Generali tramite un sistema di partecipazioni incrociate⁹⁵. Negli ultimi anni tuttavia Mediobanca stessa è divenuta oggetto di attenzioni e pressioni da parte di importanti azionisti privati, in particolare il miliardario Leonardo Del Vecchio nonché fondatore di Luxottica e l'imprenditore Francesco Caltagirone. Del Vecchio prima della sua scomparsa nel 2022 era diventato il primo azionista di Mediobanca detenendo nel 2020-2021 quasi il 19% del capitale intero. Per superare la soglia del 10% in una banca sistemica, ha dovuto ottenere un'apposita autorizzazione dalle autorità europee con la condizione di non interferire nella gestione dell'istituto⁹⁶. Nonostante questo vincolo formale, Del

⁹⁵ Campobasso, G. F. (2015). Diritto Commerciale, Vol. 3: Diritto delle Società (pp. 200–220).

⁹⁶ Reuters. (2020). Italy's Del Vecchio asks ECB permission to increase his Mediobanca stake to up to 20%.

Vecchio ha più volte espresso critiche verso l'operato del CEO Alberto Nagel e la strategia di Mediobanca, ritenendo necessario un rinnovamento della governance e una diversa gestione delle partecipate. In sostanza Del Vecchio ha agito da azionista attivista di tipo classico cioè come un grande investitore di lungo periodo che cerca di influenzare le scelte manageriali e di governance dall'interno attraverso i canali societari come assemblee, consigli di amministrazione e proposte formali anziché movimenti speculativi sul mercato. Il culmine di questo attivismo si è avuto nell'assemblea degli azionisti Mediobanca del 28 ottobre 2021 quando Del Vecchio ha presentato due proposte di modifica statutaria mirate a limitare il potere del management e ad aumentare il peso degli azionisti di minoranza nel consiglio. In particolare chiedeva di eliminare la norma che riservava fino a 3 posti del CdA ai dirigenti interni e di incrementare da 2 a 4 i posti destinati alle liste di minoranza nelle elezioni del board. Queste proposte, inizialmente osteggiate dal CdA hanno portato a un braccio di ferro tra il primo azionista e il vertice di Mediobanca. Alla fine si è raggiunto un compromesso: il board di Mediobanca ha accolto "con profonda soddisfazione" la richiesta di abolire l'obbligo statutario dei tre posti riservati ai manager anticipando una riforma che aveva pianificato comunque, mentre Del Vecchio ha deciso di ritirare la seconda proposta sulle minoranze in cambio di un impegno della banca a presentare un proprio piano di governance migliorativo. Il risultato è stato una sorta di tregua: Mediobanca ha riformato lo statuto eliminando i privilegi per il management aumentando leggermente la rappresentanza di minoranza passando da 2/15 consiglieri quindi più o meno il 13% a 3/15 consiglieri quindi il 20% di rappresentanza⁹⁷. Delfin invece, la holding di Del Vecchio, ha rivendicato di aver "innescato un processo di miglioramento della governance" senza ulteriori scontri. Va sottolineato che questo attivismo in Mediobanca non si svolgeva in un vuoto, ma si intrecciava con un'altra battaglia finanziaria parallela: la contesa per il controllo di "Assicurazioni Generali", principale compagnia assicurativa italiana di cui Mediobanca detiene circa il 13% Del Vecchio e Caltagirone, oltre ad essere azionisti di Mediobanca avevano infatti accumulato rilevanti partecipazioni dirette in Generali, rispettivamente -10% e 7% nel 2022, e contestavano apertamente la gestione dell'AD Philippe Donnet, sostenuto invece da Mediobanca. Nell'aprile 2022 i due "soci ribelli" hanno presentato una lista alternativa per il rinnovo del CdA di Generali, sfidando la lista promossa da Mediobanca, in un tentativo di scardinare l'influenza storica di Piazzetta Cuccia su Generali⁹⁸. Pur mobilitando notevoli consensi, la coalizione Del Vecchio-Caltagirone è stata sconfitta: la maggioranza degli azionisti, inclusi i fondi internazionali, ha votato la lista di

⁹⁷ La Repubblica. (2021). Mediobanca, scontro Del Vecchio-Nagel sull'assemblea dei soci.

⁹⁸ Reuters. (2022). ECB tells Italy's Del Vecchio he cannot hold more than 20% in Mediobanca.

Mediobanca confermando il management di Generali. Ciò nonostante questo sforzo ha mostrato l'evoluzione dei rapporti di potere: Mediobanca, con solo il 13% di Generali ha mantenuto il controllo grazie al supporto istituzionale. I grandi investitori privati dissidenti si sono affermati come attori chiave e hanno continuato ad accrescere la loro presa su Mediobanca stessa. Infatti dopo questa battaglia, la posizione combinata di Delfin cioè gli eredi di Del Vecchio e Caltagirone in Mediobanca è arrivata a sfiorare il 30% del capitale, consolidando una minoranza di blocco potenzialmente capace di influire su decisioni strategiche future. Lo scontro intorno a Mediobanca prosegue tuttora, a conferma della sua importanza sistematica⁹⁹. Nel 2023-2025 sono emerse dinamiche nuove, come il progetto di Mediobanca di acquisire Banca Generali controllata da Generali stessa tramite un'offerta pubblica di scambio. Tale operazione sostenuta dal management di Nagel per rafforzare la banca ha incontrato la ferma opposizione di Caltagirone e Delfin, i quali temevano una diluizione e non condividevano questa strategia. Sotto la pressione di questi azionisti, entrambi con interessi sia in Mediobanca che in Generali, l'assemblea straordinaria chiamata ad approvare l'operazione è stata rinviata al settembre 2025 in attesa di chiarimenti e di un parere formale di Generali sull'offerta¹⁰⁰. Contemporaneamente si è profilata un'OPA ostile su Mediobanca da parte di un'altra banca italiana, MPS che ha proposto una fusione tramite scambio di azioni. Questa mossa senza precedenti, Mediobanca bersaglio di un take-over da parte di un istituto minore, è sintomatica di quanto turbolento sia diventato il panorama. Se l'OPA andasse in porto, paradossalmente Caltagirone e Delfin, già Azionisti anche di MPS si ritroverebbero con oltre il 20% della banca aumentando ulteriormente la loro influenza. Il solo annuncio ha comunque costretto Mediobanca ad attenersi alla passivity rule, norma che in Italia impedisce alle società bersaglio di OPA di intraprendere azioni difensive senza approvazione assembleare, contribuendo a rallentare le decisioni strategiche come appunto l'operazione Banca Generali. L'OPA di MPS è stata autorizzata dalla BCE anche per una partecipazione inferiore al 50%, imponendo condizioni stringenti su integrazione tecnologica e patrimoniali. Il prospetto approvato a luglio 2025, chiarisce che MPS mira a detenere tra il 35% e il 50% di Mediobanca con la possibilità di esercitare un controllo di fatto¹⁰¹. La presenza contestuale di azionisti comuni come Caltagirone e Delfin in entrambe le banche, con partecipazioni rilevanti, apre il dibattito su una possibile azione di concerto non formalmente dichiarata rientrando nei casi regolati dall'art. 101 -bis del TUF¹⁰². Il caso ha implicazioni rilevanti anche sul fronte istituzionale:

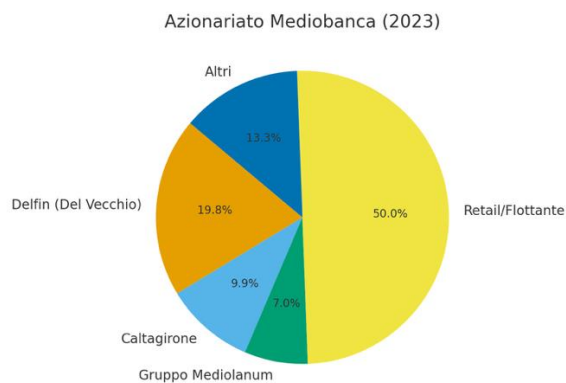
⁹⁹ Assonime. (2022). *Note e Studi n. 5/2022* – Le OPA obbligatorie e la disciplina del mercato del controllo societario (pp. 10–30).

¹⁰⁰ LaPresse. (2025). MPS closes offer on Mediobanca at 62.3%: a new competitive force is born.

¹⁰¹ CONSOB. (2024). *Le offerte pubbliche svolte in Italia nel periodo 2020–2023. Occasional Report* (pp. 10–25).

¹⁰² Repubblica Italiana. (1998). *Testo Unico della Finanza (TUF), artt. 101-bis, 106–108.*

la BCE, la CONSOB e l'Antitrust sono chiamate a valutare non solo la regolarità formale dell'operazioni ma anche l'impatto sulla concorrenza e sulla stabilità del sistema bancario¹⁰³. Mediobanca, nel frattempo ha reagito proponendo un massiccio piano di remunerazione degli azionisti (4,9 miliardi in tre anni) e rinnovando il proprio piano industriale. In sintesi, il caso Mediobanca rappresenta un conflitto di governance protratto nel tempo in cui azionisti influenti cercano di rimodellare dall'interno le regole e le strategie di una banca storica. A differenza dell'episodio GameStop non vi è un'esplosione improvvisa di prezzo o volume ma piuttosto una serie di manovre societarie, assemblee combattute e accordi dietro le quinte. Gli effetti però sono tangibili: modifiche statuarie adottate, piani industriali corretti ed equilibri spostati. Anche il legislatore è intervenuto: nel 2023 sulla scia di questi eventi, in Italia è stata approvata una riforma che cambia le regole di elezione dei consigli in presenza di liste concorrenti assicurando più ampia rappresentanza alle minoranze¹⁰⁴. Una legge che sembra fatta su misura per casi come Generali. Questo evidenzia come l'attivismo di grandi azionisti possa influenzare non solo la singola azienda ma l'intero sistema di governance societaria.



4.4 Il caso Mediobanca–MPS: implicazioni normative e Istituzionali

¹⁰³ BCE. (2015). The financial risk-taking channel of monetary policy (pp. 25–35).

¹⁰⁴ Parlamento Italiano. (2023). Riforma sull'elezione dei CdA nelle società quotate.

Il caso Mediobanca-MPS rappresenta un banco di prova significativo per la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto (OPA) obbligatorie e delle azioni di concerto nel diritto commerciale italiano¹⁰⁵. Nel 2025 Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS) ha lanciato un'offerta pubblica di scambio (OPS) ostile e totalitaria sulla totalità delle azioni di Mediobanca, storico istituto d'affari milanese, riuscendo a conquistarne il controllo con adesioni pari al 62,3% del capitale¹⁰⁶. Si è trattato di un'operazione di portata eccezionale, 13,5 miliardi di euro di controvalore, che ha visto per la prima volta un importante “salotto buono” della finanza italiana cedere a una scalata di mercato¹⁰⁷. Questo evento ha fatto emergere numerosi profili giuridici e istituzionali: dall'applicazione delle regole OPA su soglie e obblighi, al ruolo delle norme sulle persone che agiscono di concerto, fino al regime di passivity rule¹⁰⁸ e al coordinamento fra autorità: CONSOB, Banca Centrale Europea, Antitrust¹⁰⁹, con ricadute rilevanti sulla corporate governance e sul sistema del diritto commerciale in Italia¹¹⁰.

4.4.1 Impatto sulle regole OPA – soglie e obblighi.

Il caso Mediobanca-MPS conferma l'importanza delle soglie di partecipazione oltre le quali scattano gli obblighi di OPA totalitaria obbligatoria¹¹¹. L'art. 106 TUF prevede infatti che chiunque acquisisca una partecipazione superiore al 30% dei diritti di voto in una società quotata debba promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni residue, assicurando a tutti gli azionisti di minoranza la possibilità di uscire alle medesime condizioni¹¹². Tale norma, introdotta in attuazione delle direttive UE¹¹³, tutela il principio di parità di trattamento e consente a tutti i soci di beneficiare del premio di controllo eventualmente pagato dall'offerente. La disciplina italiana contempla anche ipotesi di esenzione dall'obbligo di OPA pur in caso di superamento della soglia rilevante: ad esempio operazioni di salvataggio di società in crisi, trasferimenti infragruppo, acquisti involontari

¹⁰⁵ Repubblica Italiana. (1998). Testo Unico della Finanza (TUF), artt. 101-bis, 106–108.

¹⁰⁶ LaPresse. (2025). MPS closes offer on Mediobanca at 62.3%: a new competitive force is born.

¹⁰⁷ Assonime. (2022). Note e Studi n. 5/2022 – Le OPA obbligatorie e la disciplina del mercato del controllo societario.

¹⁰⁸ Marchetti, P. (2010). Le regole dell'OPA obbligatoria nel sistema del TUF. *Giurisprudenza Commerciale*, 37(1), 1–45.

¹⁰⁹ BCE. (2015). The financial risk-taking channel of monetary policy.

¹¹⁰ Enriques, L. (2004). The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization without Foundation? *European Company and Financial Law Review*, 1(4), 440–463.

¹¹¹ Rordorf, R. (2001). L'OPA obbligatoria e la tutela delle minoranze. *Rivista di diritto civile*, 47(3), 345–372.

¹¹² Repubblica Italiana. (1998). Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Testo Unico della Finanza (TUF), artt. 101-bis, 106–108.

¹¹³ European Parliament and Council. (2004). Directive 2004/25/EC on takeover bids

o temporanei, fusioni/scissioni o acquisizioni a titolo gratuito¹¹⁴. Proprio MPS in passato aveva usufruito di una simile esenzione quando, nell'ambito del salvataggio pubblico del 2017, lo Stato era salito oltre il 50% senza promuovere un'OPA considerando la natura rescue dell'operazione¹¹⁵. Nel caso Mediobanca-MPS del 2025, invece, la soglia del 30% è stata rispettata tramite un'OPA volontaria preventiva: MPS ha scelto sin dall'inizio di promuovere un'offerta totalitaria in forma mista, prevedendo uno scambio di azioni accompagnato da un conguaglio in denaro, rivolta a tutti gli azionisti Mediobanca, invece di procedere attraverso acquisti frazionati sul mercato. L'offerente ha potuto così ottenere il controllo nel pieno rispetto delle regole di trasparenza e salvaguardia degli azionisti di minoranza¹¹⁶. Da notare che l'offerta, annunciata il 24 gennaio 2025, inizialmente era condizionata al raggiungimento di almeno il 67% del capitale Mediobanca ossia dei 2/3 necessari per le deliberazioni straordinarie, ma in corso d'opera MPS ha abbassato la soglia minima di adesione al 35%, per poi aggiungere un conguaglio in contanti di 0,90 € ad azione al fine di aumentare le adesioni. Ciò evidenzia la flessibilità consentita nelle OPA volontarie: l'offerente può fissare condizioni di efficacia come soglie minime e persino rinunciarvi o modificarle, purché nel rispetto delle prescrizioni CONSOB. Tutto questo allo scopo di assicurare il buon esito dell'operazione e la tutela dell'interesse degli azionisti aderenti.

4.4.2 Azioni di concerto nel caso Mediobanca–MPS.

Un aspetto centrale emerso dall'operazione è il tema delle persone che agiscono di concerto, disciplinato dall'art. 101-bis TUF¹¹⁷. La norma definisce come concertate le persone, fisiche o giuridiche, che “cooperano tra loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo” di una società

¹¹⁴ Assonime. (2022). *Note e Studi n. 5/2022* – Le OPA obbligatorie e la disciplina del mercato del controllo societario.

¹¹⁵ CONSOB. (2019). *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione. Quaderni di Finanza*, n. 89.

¹¹⁶ LaPresse. (2025). *MPS closes offer on Mediobanca at 62.3%: a new competitive force is born.*

¹¹⁷ Repubblica Italiana. (1998). Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Testo Unico della Finanza (TUF), artt. 101-bis, 106–108.

quotata, ovvero a contrastare gli obiettivi di un'OPA¹¹⁸. In altre parole, qualora più soggetti si accordino, formalmente o di fatto, per esercitare insieme il controllo societario o impedirne il cambio via OPA, i loro acquisti partecipativi vengono sommati ai fini del calcolo delle soglie OPA. Il TUF e il Regolamento Emittenti CONSOB individuano inoltre alcune presunzioni di concerto, come la partecipazione a patti parasociali rilevanti ex art. 122 TUF, l'esistenza di rapporti di controllo societario o l'appartenenza a società sottoposte a controllo.¹¹⁹ Nel caso in esame, MPS ha dichiarato espressamente nel documento di offerta l'assenza di persone agenti in concerto con la banca offerente¹²⁰. Ciò significa che MPS ha agito da sola nell'acquisizione di Mediobanca, senza accordi occulti con altri investitori per l'acquisto concertato di azioni. Tale precisazione non è di mero stile: qualora, ad esempio, MPS avesse operato d'intesa con un altro azionista rilevante di Mediobanca, entrambi sarebbero potenzialmente considerati co-offerenti e soggetti agli obblighi di OPA obbligatoria se insieme avessero superato soglie rilevanti. Va rilevato però che de facto nell'assemblea Mediobanca si è assistito a un'azione coordinata sebbene non formalizzata in un patto da parte di alcuni grandi soci storici. In primis le famiglie Del Vecchio (Delfin) e Caltagirone che detenevano congiuntamente quasi il 30% di Mediobanca¹²¹. Questi investitori, inizialmente ostili al management di Mediobanca, hanno prima impedito misure difensive e poi aderito in massa all'offerta MPS, contribuendo in modo decisivo al suo successo. La loro convergenza di intenti ha fatto discutere sulla linea di confine tra comportamento parallelo e azione di concerto tacita. In assenza di un accordo esplicito, e non essendo emersi elementi probatori di un coordinamento preventivo, tali soci non sono stati formalmente qualificati come persone in concerto ai sensi di legge¹²². Il caso evidenzia comunque la complessità probatoria del “concerto” tacito: la giurisprudenza richiede infatti indizi chiari di un pactum sceleris fra investitori per poter applicare le sanzioni o gli obblighi OPA connessi all'azione di concerto. Nell'operazione Mediobanca–MPS, la scelta di agire senza alleati ufficiali da parte di MPS e l'assenza di patti parasociali dichiarati tra i principali azionisti hanno evitato intrusioni di tale disciplina, ma l'episodio resta emblematico

¹¹⁸ CONSOB. (2010). Linee guida sulla disciplina delle azioni di concerto. Documento di consultazione.

¹¹⁹ Repubblica Italiana. (2007). Regolamento Emittenti CONSOB n. 11971/1999 e s.m.i.

¹²⁰ CONSOB. (2024). Le offerte pubbliche svolte in Italia nel periodo 2020–2023. Occasional Report.

¹²¹ Reuters. (2022). ECB tells Italy's Del Vecchio he cannot hold more than 20% in Mediobanca.

¹²² Assonime. (2022). Note e Studi n. 5/2022 – Le OPA obbligatorie e la disciplina del mercato del controllo societario.

dell'attenzione con cui CONSOB valuta possibili concertazioni occulte in vicende di cambio di controllo societario.

4.4.3 La passivity rule e la difesa della società bersaglio.

L'OPA ostile lanciata da MPS ha sollevato il tema della difesa della target e dei limiti imposti agli amministratori dall'ordinamento italiano. Ai sensi dell'art. 104 TUF vige la regola della neutralità degli organi sociali durante un'offerta pubblica: dal momento dell'annuncio dell'OPA e per tutta la sua durata, il consiglio di amministrazione della società bersaglio “si astiene dal compiere atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta”, salvo autorizzazione dell'assemblea degli azionisti¹²³. Questa passivity rule, derivata dalla direttiva UE sulle OPA, mira a evitare che il management di una società quotata possa frustrare unilateralmente un'offerta potenzialmente vantaggiosa per i soci, congelando di fatto il potere decisionale nelle mani degli azionisti¹²⁴. Nel caso Mediobanca-MPS, il CdA di Mediobanca, guidato dal CEO Alberto Nagel, ha rispettato rigorosamente tale principio, limitandosi a mettere in atto misure difensive consentite: da un lato ha svolto un'intensa opera di persuasione verso il mercato, pubblicando comunicati ufficiali per evidenziare le criticità dell'offerta MPS, e dall'altro ha cercato soluzioni alternative da sottoporre comunque al voto degli azionisti¹²⁵. Sul primo fronte, il consiglio di Mediobanca ha ripetutamente definito l'OPS di MPS come “priva di razionale industriale” e “non conveniente” per gli azionisti, giudicando “inadeguato” anche il miglioramento di prezzo offerto a settembre. In particolare, nel comunicato del 4 settembre 2025 Mediobanca ha denunciato i rischi di dissynergies e distruzione di valore insiti nel progetto di MPS, ribadendo il proprio parere contrario e invitando di fatto gli azionisti a non aderire¹²⁶. Questa moral suasion rientra tra le facoltà riconosciute al CdA bersaglio: la legge infatti prescrive che il consiglio illustri al mercato la propria valutazione sull'OPA

¹²³ Repubblica Italiana. (1998). Testo Unico della Finanza (TUF), art. 104.

¹²⁴ European Parliament and Council. (2004). Directive 2004/25/EC on takeover bids.

¹²⁵ CONSOB. (2024). Le offerte pubbliche svolte in Italia nel periodo 2020–2023. Occasional Report.

¹²⁶ Mediobanca. (2025). Comunicato ufficiale del 4 settembre 2025 sull'offerta MPS.

(c.d. comunicato dell'emittente), potendo legittimamente sconsigliare l'adesione se ritiene l'offerta non congrua¹²⁷. Sul secondo fronte, Mediobanca ha tentato una mossa "difensiva" autorizzata: in aprile il CdA propose un'operazione strategica alternativa consistente nell'acquisizione di Banca Generali, operatore nel risparmio gestito, al fine di trasformare Mediobanca nel secondo polo italiano del wealth management e rendere la banca meno appetibile come preda. Tale acquisizione, dal valore di circa 6,8 miliardi, necessitava, per rispettare la passivity rule, dell'approvazione degli azionisti di Mediobanca riuniti in assemblea straordinaria. L'assemblea del 21 agosto 2025, tuttavia, ha bocciato la proposta: solo il 35% del capitale ha votato a favore, ben al di sotto della maggioranza richiesta. A guidare l'opposizione sono state proprio le due principali "famiglie" di azionisti privati che, avendo interessi anche in MPS, hanno preferito non ostacolare la scalata in corso. Il CEO Nagel ha lamentato come in quella sede alcuni soci abbiano espresso un "chiaro conflitto di interessi", antepoendo logiche legate ad "altre situazioni o asset italiani" agli interessi di Mediobanca. In effetti Delfin e Caltagirone risultavano nel contempo azionisti di peso di MPS e sostenitori della sua offerta ostile¹²⁸. L'esito ha dimostrato nei fatti la forza cogente della passivity rule: senza autorizzazione assembleare, qualsiasi atto difensivo del board viene disinnescato, e l'ultima parola passa comunque agli azionisti. In questo caso i grandi soci, valutati i propri interessi incrociati, hanno scelto di aderire all'OPA di MPS, che a seguito del rilancio risultava sufficientemente allettante. La contendibilità dell'impresa, perseguita dal legislatore, ha trovato piena conferma: non essendoci ostacoli statuari o difese attivabili d'ufficio, il mercato dei corporate control ha potuto operare e il cambio di controllo si è realizzato perché i detentori del capitale così hanno deliberato, malgrado il dissenso del management originario. Da notare che il CdA uscente di Mediobanca si è limitato, una volta presa atto della sconfitta, ad annunciare in blocco le dimissioni difatti il CEO Nagel lascerà l'incarico il 18 settembre 2025 dopo 15 anni alla guida, facilitando una transizione ordinata verso la nuova governance indicata da MPS¹²⁹.

¹²⁷ Assonime. (2022). Note e Studi n. 5/2022 – Le OPA obbligatorie e la disciplina del mercato del controllo societario.

¹²⁸ Ventrone, M. (2008). Takeover Regulation as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking UK Rules to Continental Europe. *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 29(2), pp. 475–558.

¹²⁹ LaPresse. (2025). MPS closes offer on Mediobanca at 62.3%: a new competitive force is born.

4.4.4 Cooperazione tra autorità e valutazione pluristituzionale.

L'operazione Mediobanca–MPS ha avuto un iter autorizzativo complesso, evidenziando la cooperazione tra diverse autorità competenti. In primo luogo, trattandosi dell'acquisizione di controllo di una banca sistemica, è stata necessaria l'autorizzazione della Banca Centrale Europea, in coordinamento con Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 19 TUB sulle acquisizioni qualificate in banca e della disciplina dell'Unione Bancaria¹³⁰. La BCE ha rilasciato il proprio nulla osta il 25 giugno 2025¹³¹, approvando l'acquisizione da parte di MPS di oltre il 50% del capitale di Mediobanca e delle sue controllate bancarie Mediobanca Premier e Compass¹³². Parallelamente, MPS ha dovuto ottenere il via libera dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM): considerando che l'aggregazione creava un gruppo bancario di dimensioni maggiori nel mercato domestico; l'Antitrust ha esaminato i possibili effetti anticoncorrenziali nei segmenti di attività sovrappontesi come il wealth management ed l'investment banking. L'AGCM ha concesso l'approvazione incondizionata dell'operazione in data 2 luglio 2025¹³³, evidentemente ritenendo che la fusione MPS–Mediobanca non avrebbe determinato la costituzione di posizioni dominanti nei mercati rilevanti, anche grazie alla relativa complementarità dei due istituti. Un ulteriore attore coinvolto è stato il Governo italiano, attraverso il meccanismo dei poteri speciali (golden power): sin da aprile 2025¹³⁴ Palazzo Chigi ha analizzato l'operazione sotto il profilo dell'interesse nazionale, Mediobanca, in quanto detentrica del 13% di Assicurazioni Generali, è considerata asset strategico nel settore finanziario. L'Esecutivo ha infine deciso di non opporsi e anzi di autorizzare espressamente l'OPS di MPS, come da decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 14 aprile 2025. Questa scelta ha confermato l'orientamento favorevole delle istituzioni italiane verso la nascita di un nuovo grande polo bancario: non va dimenticato che MPS è a controllo pubblico con il Ministero dell'Economia che deteneva la maggioranza relativa del capitale e dunque l'operazione

¹³⁰ Repubblica Italiana. (1993). Testo Unico Bancario (*TUB*), art. 19.

¹³¹ Banca Centrale Europea. (2025). Autorizzazione all'acquisizione di Mediobanca da parte di MPS.

¹³² Banca d'Italia. (2025). Relazione sull'operazione MPS–Mediobanca.

¹³³ Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM). (2025). Provvedimento di autorizzazione all'operazione *MPS–Mediobanca*.

¹³⁴ Presidenza del Consiglio dei Ministri. (2025). Decreto 14 aprile 2025 sull'applicazione dei poteri speciali (golden power).

aveva di fatto il placet governativo. Coerentemente, anche l'IVASS (authority assicurativa) ha approvato in via preventiva l'acquisizione indiretta, da parte di MPS, della partecipazione qualificata del 13% in Generali detenuta da Mediobanca¹³⁵. Infine, la CONSOB ha svolto il ruolo di vigilanza sul rispetto della disciplina OPA, coordinando le tempistiche dell'offerta con le altre approvazioni regolamentari. In base all'art. 102 TUF, il documento di offerta è stato sottoposto alla CONSOB che lo ha approvato il 3 luglio 2025¹³⁶, solo dopo aver ricevuto conferma delle autorizzazioni preventive degli altri enti, fissando il periodo di adesione dal 14 Luglio all'8 Settembre 2025. La stretta cooperazione tra autorità è stata quindi determinante per il buon fine dell'operazione: la riuscita dell'OPA è dipesa dall'ottenimento di una serie di nulla osta eterogenei riguardanti la stabilità finanziaria, la concorrenza, l'interesse strategico e la trasparenza di mercato concessi in parallelo. Il caso evidenzia come in operazioni complesse, specie nel settore bancario, l'ordinamento attivi molteplici livelli di tutela: la vigilanza prudenziale (BCE) per assicurare la solidità del nuovo gruppo, l'analisi antitrust per evitare concentrazioni lesive, il vaglio governativo per garantire che l'operazione non pregiudichi asset strategici, e la supervisione CONSOB per la tutela degli investitori e l'ordine del mercato mobiliare¹³⁷. Si noti che questo attivismo regolatorio non è passato inosservato neppure a livello europeo: la Commissione UE ha monitorato l'uso del golden power nelle partite bancarie italiane, rilevando la necessità di non travalicare i confini posti dal diritto dell'Unione in materia di libertà di stabilimento e controllo delle concentrazioni¹³⁸. Nel complesso, tuttavia, l'operazione Mediobanca–MPS è stata portata a termine con successo nel rispetto di tutte le condizioni autorizzative: al 9 Settembre 2025 MPS ha annunciato ufficialmente il superamento della soglia del 62% del capitale Mediobanca, aprendo la fase di regolamento dell'offerta e la successiva riapertura dei termini (dal 16 al 22 Settembre) per consentire ai restanti azionisti di aderire alle medesime condizioni¹³⁹. Laddove MPS dovesse oltrepassare anche la soglia dei 2/3, si profilerebbe la fusione completa tra i due istituti, ulteriore passo che richiederà nuove valutazioni da parte delle autorità competenti.

¹³⁵ VASS. (2025). Autorizzazione preventiva all'acquisizione indiretta di Generali da parte di MPS.

¹³⁶ CONSOB. (2025). Approvazione del documento di offerta MPS su Mediobanca ai sensi dell'art. 102 TUF.

¹³⁷ Parlamento Europeo e Consiglio. (2004). Regolamento (CE) n. 139/2004 sul controllo delle concentrazioni tra imprese (Merger Regulation).

¹³⁸ OECD. (2023). G20/OECD Principles of Corporate Governance.

¹³⁹ LaPresse. (2025). MPS closes offer on Mediobanca at 62.3%: a new competitive force is born.

4.4.5 Ricadute su governance societaria e sistema italiano.

L'esito della scalata MPS su Mediobanca produce effetti di vasta portata sulla corporate governance e pone alcune questioni evolutive per la disciplina. Sul piano della governance, l'operazione ha comportato un ricambio totale ai vertici di Mediobanca e l'ingresso di un nuovo azionista di controllo bancario¹⁴⁰. MPS, acquisendo Mediobanca, è divenuta automaticamente il primo socio di Generali con una quota pari al 13% del capitale¹⁴¹, rafforzando la propria influenza in uno snodo cruciale della finanza nazionale. Si assiste così a una ricomposizione dei poteri: il Ministero dell'Economia per il tramite di MPS e gli investitori privati alleati, tra cui Delfin, Caltagirone, fondazione Enpam, famiglia Doris tramite Finprog e grandi fondi internazionali hanno ridefinito gli assetti di comando in Mediobanca e, indirettamente, in Generali¹⁴². Questo fenomeno, se da un lato consolida un nocciolo duro italiano attorno a grandi partecipazioni finanziarie, dall'altro segna la fine dell'indipendenza di Mediobanca, istituto a lungo privo di equilibri nel capitalismo italiano¹⁴³. Dal punto di vista del sistema normativo, il caso conferma l'efficacia degli strumenti giuridici vigenti nel favorire la contendibilità delle società quotate¹⁴⁴, anche controverse, pur nel rispetto delle tutele per azionisti e stakeholders. La disciplina OPA italiana, arricchita dalle previsioni sulle azioni di concerto, si è mostrata capace di governare un'operazione ostile di questa portata: tutti i soci Mediobanca hanno avuto la possibilità di uscire a condizioni paritarie evitando la tipica vendita fuori mercato del pacchetto di controllo senza minoranze¹⁴⁵ e allo stesso tempo un istituto in crisi come MPS ha potuto perseguire una fusione strategica sotto l'egida pubblica senza infrangere le regole di mercato¹⁴⁶. Ciò detto, l'operazione solleva anche profili critici e spunti di riflessione per possibili sviluppi futuri della normativa. Uno di questi riguarda il ruolo dei poteri pubblici nelle operazioni

¹⁴⁰ Ghezzi, F. (2021). Corporate Governance e Banche in Italia.

¹⁴¹ Mediobanca. (2024). Relazione annuale 2024.

¹⁴² CONSOB. (2023). Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate.

¹⁴³ Barca, F. & Trento, S. (1997). La via italiana al capitalismo.

¹⁴⁴ Ventoruzzo, M. (2010). La disciplina delle OPA in Italia e in Europa.

¹⁴⁵ Enriques, L. (2018). Corporate law and the protection of minority shareholders in Italy.

¹⁴⁶ Draghi, M. (2020). Stabilità finanziaria e disciplina bancaria.

societarie: l'attivismo del Governo italiano che ha dapprima impedito con il golden power un'OPA concorrente di UniCredit su Banco BPM e poi sostenuto la mossa di MPS, dimostra una tendenza interventista¹⁴⁷ che deve trovare un equilibrio con i principi del mercato unico europeo. La Commissione UE ha già manifestato riserve sull'uso estensivo del golden power nel settore bancario, profilando l'esigenza di coordinare meglio le prerogative degli Stati membri con le norme UE sulla libertà di movimento dei capitali e sul controllo delle concentrazioni¹⁴⁸. Un altro aspetto emerso è il conflitto di interessi di taluni azionisti in situazioni di OPA: il fatto che grandi soci abbiano potuto influire sulle strategie difensive di Mediobanca mentre erano contemporaneamente beneficiari dell'offerta MPS pone interrogativi sull'opportunità di meccanismi di salvaguardia ulteriori, ad esempio obblighi di disclosure più stringenti o limitazioni di voto in casi estremi di conflitto. Sul versante delle azioni di concerto, la vicenda evidenzia come le norme attuali, pur dettagliate, possano incontrare difficoltà applicative nel censire accordi taciti: in futuro, un potenziamento degli strumenti investigativi di CONSOB o un affinamento delle presunzioni di concertazione, includendo ad esempio criteri di intenzionalità parallela desumibili da comportamenti convergenti, potrebbe essere oggetto di valutazione, allo scopo di prevenire aggiramenti della disciplina OPA¹⁴⁹. Infine, sul piano delle OPA ostili e della passivity rule, il caso Mediobanca–MPS segna un precedente importante: è la prima vera scalata ostile di grande rilievo nel sistema bancario italiano, tradizionalmente refrattario a takeover non concordati¹⁵⁰. L'aver dimostrato che la normativa vigente consente operazioni di questo tipo potrebbe incoraggiare ulteriori iniziative di consolidamento. Non a caso, già si prospetta una “seconda fase” del rischio bancario: con Mediobanca integrata, MPS potrebbe puntare a fondersi con Banco BPM, un'aggregazione caldeggiata dallo stesso Tesoro per creare un terzo polo bancario ancor più competitivo¹⁵¹. Se tali scenari si concretizzassero, il quadro normativo sarebbe messo nuovamente alla prova, richiedendo magari interventi correttivi mirati, ad esempio sull'armonizzazione delle norme tra OPA bancarie e golden power o sull'adozione di clausole statutarie anti-scalata in settori strategici in accordo con la disciplina UE¹⁵². In definitiva, Mediobanca–MPS costituisce un caso di studio emblematico: da un lato conferma la solidità e la

¹⁴⁷ Presidenza del Consiglio dei Ministri. (2021). Relazione annuale sull'esercizio del golden power.

¹⁴⁸ Commissione Europea. (2022). Report on the use of foreign direct investment screening mechanisms.

¹⁴⁹ Quaderno di Finanza CONSOB n. 95. (2017). Azioni di concerto e disciplina OPA.

¹⁵⁰ Ferrarini, G. (2000). OPA ostili e difese delle società quotate. *Rivista delle società*, 45(2).

¹⁵¹ *Il Sole 24 Ore*. (2025). Rischio bancario: scenari dopo l'OPA MPS–Mediobanca.

¹⁵² European Banking Authority (EBA). (2020). EBA Report on the application of the Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD)

coerenza delle regole italiane in materia di OPA obbligatoria e concertazione, dall'altro stimola un dibattito sulle prospettive evolutive della materia, tra esigenza di apertura al mercato e tutela di interessi superiori, in un equilibrio dinamico che il legislatore e le autorità sono chiamati a calibrare alla luce delle lezioni apprese da questa storica vicenda¹⁵³.

5. Conclusione e prospettive future

5.1 Confronto tra il caso GameStop e il caso Mediobanca

5.1.1 Struttura dell'operazione (OPA vs mercato azionario)

I due casi presentano una struttura dell'operazione radicalmente diversa. Nel caso GameStop (USA, 2021) non vi è stata alcuna offerta pubblica di acquisto formale: il controllo e l'andamento del titolo sono stati influenzati da un fenomeno di mercato "dal basso", ovvero un coordinamento spontaneo di migliaia di piccoli investitori tramite forum online, culminato in uno short squeeze esplosivo¹⁵⁴. Nessun singolo soggetto ha acquisito quote di maggioranza né l'ordinamento statunitense prevede un obbligo di OPA al superamento di soglie partecipative a differenza di quanto accade in Europa¹⁵⁵. In pratica, il caso GameStop ha riguardato una presa di controllo di fatto del mercato azionario senza passare attraverso gli strumenti tradizionali delle fusioni e acquisizioni. Al contrario, il caso Mediobanca (Italia, 2020-2025) si è sviluppato all'interno del quadro formale delle OPA e delle regole di corporate governance¹⁵⁶. Qui l'assetto proprietario è stato oggetto di manovre strategiche da parte di grandi azionisti ed è culminato in una offerta pubblica di acquisto/scambio vera e propria¹⁵⁷. In Italia vige l'obbligo di promuovere un'OPA totalitaria al superamento del 30% del

¹⁵³ OECD. (2021). The future of corporate governance in capital markets following recent trends. Paris: OECD Publishing.

¹⁵⁴ U.S. House Committee on Financial Services. (2021). Game stopped? Who wins and loses when short sellers, social media, and retail investors collide.

¹⁵⁵ U.S. Congress. (1968). Williams Act. Washington, DC

¹⁵⁶ Lener, R. (2021), Le offerte obbligatorie: profili generali.

¹⁵⁷ Assonime. (2022). Le OPA obbligatorie e la disciplina del mercato del controllo societario (Note e Studi n. 5/2022).

capitale di una società quotata¹⁵⁸, soglia che ha condizionato le mosse degli investitori coinvolti. Ad esempio, il principale azionista Leonardo Del Vecchio ha mantenuto la propria partecipazione sotto il 20%, pur ottenendo autorizzazione regolamentare per salire fin quasi a tale soglia, proprio per non oltrepassare i limiti che avrebbero fatto scattare un'OPA obbligatoria¹⁵⁹. Nel 2025 la vicenda è sfociata in un'OPA ostile lanciata da Banca MPS su Mediobanca, con un complesso iter autorizzativo e un prospetto formale: l'offerta ha raccolto inizialmente il 38,5% delle adesioni, superando la soglia minima di riuscita prevista¹⁶⁰. Dunque, a differenza di GameStop, il controllo di Mediobanca è conteso attraverso un percorso istituzionalizzato fatto di acquisizioni di pacchetti azionari, OPA volontarie e accordi tra azionisti, soggetto a regole di trasparenza e al vaglio delle autorità di vigilanza. In sintesi, GameStop rappresenta un caso “anomalo” di pressione di mercato senza OPA, mentre Mediobanca incarna un tipico processo di takeover guidato da attori ben identificati e procedure codificate.

5.1.2 Reazioni normative e regolamentari

Le reazioni dei regolatori nei due casi sono state anch'esse molto diverse, rispecchiando i differenti sistemi. Nel caso GameStop, le autorità statunitensi sono intervenute dopo il verificarsi dei fatti per analizzare e trarre lezioni dall'evento, più che per prevenirlo dato che la normativa vigente non contemplava uno scenario simile. La SEC ha monitorato da vicino l'accaduto e pubblicato un rapporto ad ottobre 2021, esaminando il trading frenetico sul titolo e indicando possibili aree di intervento regolatorio futuro¹⁶¹. Sono state avviate audizioni al Congresso USA sul funzionamento delle piattaforme di trading come Robinhood, criticata per aver limitato l'acquisto di azioni GME

¹⁵⁸ Repubblica Italiana. (1998). Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Testo Unico della Finanza (TUF), artt. 101-bis, 106–108.

¹⁵⁹ Reuters. (2022, 18 maggio). ECB tells Italy's Del Vecchio he cannot hold more than 20% in Mediobanca.

¹⁶⁰ LaPresse. (2025, 9 settembre). MPS closes offer on Mediobanca at 62.3%: a new competitive force is born.

¹⁶¹ U.S. Securities and Exchange Commission. (2021). Staff report on equity and options market structure.

nei momenti caldi¹⁶² e sul ruolo dei social media nei mercati¹⁶³. Tra le misure discusse vi sono state il rafforzamento dei requisiti di trasparenza come lo scrutinio del payment for order flow e della “gamification” delle app di trading¹⁶⁴ ma anche riforme di mercato come l’accelerazione del ciclo di regolamento delle transazioni¹⁶⁵. Tuttavia, nel sistema americano non vi è stata un’immediata riforma di legge specifica post-GameStop; piuttosto, l’evento ha stimolato un dibattito su potenziali aggiustamenti normativi per tutelare la stabilità di mercato senza soffocare il nuovo protagonismo degli investitori retail¹⁶⁶. Nel caso Mediobanca, le reazioni normative e dei supervisori sono state più dirette e prescrittive, data la natura protratta e visibile del conflitto di controllo. Innanzitutto, ex ante, le autorità hanno giocato un ruolo fondamentale: BCE e Bankitalia hanno dovuto autorizzare l’ascesa di Del Vecchio oltre il 10%, trattandosi di una banca di rilevanza sistemica, ponendo vincoli sul suo non interferire nella gestione¹⁶⁷. La CONSOB ha vigilato attentamente su possibili azioni di concerto tra i grandi azionisti dissidenti (Del Vecchio e l’alleato Caltagirone), poiché un accordo occulto tra loro, se provato, avrebbe comportato l’obbligo di OPA sull’intero capitale ai sensi dell’art. 101-bis TUF¹⁶⁸. Durante l’OPA promossa da MPS, CONSOB ha applicato la passivity rule che impedisce alla società bersaglio di adottare difese anti-scalata senza approvazione assembleare. In parallelo, l’Antitrust e la stessa BCE hanno valutato l’impatto dell’operazione sulla concorrenza e sulla stabilità bancaria. Sul piano legislativo, la vicenda Mediobanca/Generali ha innescato alcune riforme: il legislatore italiano è intervenuto nel 2023-24 con una nuova legge sui mercati finanziari (cd. “DDL Capitali”)¹⁶⁹ che, tra le varie misure, ha modificato le regole di governance delle società quotate. In particolare, è stato introdotto un meccanismo per cui la lista di candidati al CdA presentata dal board uscente dev’essere approvata dai due terzi degli amministratori e sottoposta a un voto ulteriore, assicurando così maggiore voce in capitolo agli azionisti minoritari. Questa riforma, promossa proprio da esponenti vicini al fronte Caltagirone, critici dell’influenza di Mediobanca su Generali, è

¹⁶² ThinkAdvisor. (2021, February 18). Robinhood CEO testifies before Congress.

¹⁶³ U.S. House Committee on Financial Services. (2022). Game stopped? Who wins and loses when short sellers, social media, and retail investors collide.

¹⁶⁴ International Organization of Securities Commissions. (2023). Retail market conduct task force – Final report.

¹⁶⁵ Bank for International Settlements. (2021). Retail participation in equity markets.

¹⁶⁶ Armour, J., & Skeel, D. (2007). *Who writes the rules for hostile takeovers, and why? — The peculiar divergence of U.S. and U.K. takeover regulation*. Georgetown Law Journal, 95(6), 1727–1794.

¹⁶⁷ Reuters. (2022, June 17). ECB tells Italy’s Del Vecchio he cannot hold more than 20% in Mediobanca.

¹⁶⁸ Repubblica Italiana. (1998). Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF), art. 101-bis.

¹⁶⁹ Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. (2023). Relazione per l’anno 2022.

percepita come una risposta diretta alle criticità emerse nel caso delle liste contrapposte¹⁷⁰. In sintesi, mentre negli USA l'episodio GameStop ha portato a indagini e potenziali aggiustamenti regolamentari di sistema, in Italia il caso Mediobanca ha prodotto interventi normativi concreti, oltre all'azione costante delle authority durante la vicenda, per riequilibrare i rapporti di potere nel governo societario.

5.1.3 Ruolo degli investitori retail vs istituzionali

Una differenza chiave tra i due casi risiede nella natura e il peso degli attori coinvolti. Nel caso GameStop abbiamo assistito all'inedito protagonismo di una massa di investitori retail coordinati online, contrapposti ai tradizionali operatori istituzionali di Wall Street¹⁷¹. Migliaia di individui, attraverso Reddit e piattaforme zero-commission, hanno agito all'unisono per acquistare il titolo, riuscendo di fatto a mettere in difficoltà hedge fund multimiliardari¹⁷². Questa "coalizione virtuale" di investitori diffusi ha dimostrato come la tecnologia possa ridurre il gap di informazione e potere tra piccoli e grandi player¹⁷³: i retail, solitamente spettatori passivi, si sono trasformati in market movers, imponendo pesanti perdite a fondi speculativi come ad esempio Melvin Capital¹⁷⁴ e costringendo l'establishment finanziario a prenderne atto. Vale la pena notare che, accanto ai retail, anche altri investitori istituzionali opportunistici hanno cavalcato la volatilità di GameStop (il che complica la narrativa "Davide contro Golia")¹⁷⁵, ma il cuore del fenomeno resta l'azione concertata e informale di una moltitudine di piccoli trader motivati da un misto di profitto e rivalse anti-establishment. Nel caso Mediobanca, invece, il ruolo predominante spetta agli investitori istituzionali o ai grandi azionisti strategici. La contesa per il controllo si è svolta tra un numero ristretto di attori

¹⁷⁰ Assonime (2022), Le OPA obbligatorie e la disciplina del mercato del controllo societario.

¹⁷¹ U.S. Securities and Exchange Commission. (2021). Staff report on equity and options market structure.

¹⁷² U.S. House Committee on Financial Services. (2022). Game stopped? Who wins and loses when short sellers, social media, and retail investors collide. Washington, DC

¹⁷³ International Organization of Securities Commissions. (2023). Retail market conduct task force – Final report.

¹⁷⁴ Bank for International Settlements. (2021). Retail participation in equity markets.

¹⁷⁵ Armour, J., & Skeel, D. (2007). Who writes the rules for hostile takeovers, and why? — The peculiar divergence of U.S. and U.K. takeover regulation. *Georgetown Law Journal*, 95(6), 1727–1794.

con forte capacità di influenza: da un lato il management interno, sostenuto dal nucleo stabile degli investitori istituzionali come fondi di investimento e operatori esteri diffusi nel flottante, e dall'altro gli azionisti attivisti Del Vecchio, attraverso la holding Delfin, e Caltagirone.¹⁷⁶, entrambi miliardari con ingenti partecipazioni. In questa vicenda i piccoli azionisti retail risultano praticamente assenti o non organizzati – al più fungono da minoranza silente che delega ai fondi le scelte di voto. Durante lo scontro su Generali del 2022, ad esempio, è emerso come la maggioranza degli azionisti istituzionali, inclusi i fondi esteri, abbia sostenuto la lista del management sostenuta da Mediobanca¹⁷⁷, sconfiggendo la lista alternativa di Caltagirone nonostante il peso di quest'ultimo. In Mediobanca, la coalizione Del Vecchio-Caltagirone ha progressivamente accumulato quasi il 30% del capitale, dando loro notevole influenza; ciononostante, per imporre cambiamenti hanno dovuto negoziare all'interno delle regole societarie e fare leva sul consenso degli altri azionisti istituzionali. In breve, GameStop incarna l'attivismo diffuso dei piccoli investitori reso possibile da Internet, mentre Mediobanca rappresenta l'attivismo “tradizionale” dei grandi azionisti e fondi. Un punto in comune è che in entrambi i casi vi è una componente di sfida allo status quo: i retail di GameStop hanno sfidato il potere degli hedge fund e le logiche di mercato tradizionali, mentre Del Vecchio e soci hanno sfidato lo status quo delle storiche “stanze dei bottoni” della finanza italiana. Tuttavia, i meccanismi di azione sono differenti: spontaneo e orizzontale nel primo caso, concertato e verticale, dall'interno delle strutture di governance nel secondo.

5.1.4 Impatti sulla governance societaria

Infine, gli effetti prodotti sulla governance delle società coinvolte divergono significativamente tra i due casi, pur avendo entrambi portato a cambiamenti concreti. Nel caso GameStop, paradossalmente, una fiammata speculativa di breve periodo ha avuto ripercussioni sul lungo termine della società. Il

¹⁷⁶ Reuters. (2022, July 12). ECB tells Italy's Del Vecchio he cannot hold more than 20% in Mediobanca.

¹⁷⁷ LaPresse. (2025, September 4). MPS closes offer on Mediobanca at 62.3%.

consiglio di amministrazione inizialmente ha adottato un profilo basso durante la tempesta sui mercati, evitando mosse azzardate mentre il titolo saliva del +1600% in poche settimane¹⁷⁸. Successivamente, vista la permanenza di una valutazione azionaria inspiegabilmente alta rispetto ai fondamentali, il board ha colto l'opportunità per rafforzare la struttura patrimoniale: GameStop ha emesso nuove azioni a prezzi gonfiati, raccogliendo oltre \$1 miliardo di capitale fresco da reinvestire nel piano di rilancio¹⁷⁹. Questo aumento di capitale, reso possibile dall'entusiasmo del mercato, ha finanziato una trasformazione strategica: la società ha avviato una conversione verso l'e-commerce e nominato un nuovo top management¹⁸⁰. In particolare, pochi mesi dopo lo short squeeze, GameStop ha assunto un ex dirigente di Amazon come CEO e ha visto l'ascesa al ruolo di presidente di Ryan Cohen, investitore attivista già entrato nel capitale, segnando un ricambio ai vertici¹⁸¹. Dunque, pur non essendo nata da una classica battaglia assembleare, la vicenda GameStop ha innescato un cambio di governance di fatto: il management ha dovuto ripensare strategie e composizione, spinto sia dalle nuove risorse a disposizione sia dalla pressione proveniente dal mercato. Ha inoltre aperto un dibattito sulla responsabilità fiduciaria degli amministratori di fronte a oscillazioni irrazionali del titolo¹⁸²: il consiglio ha agito a posteriori nell'interesse della società monetizzando la bolla a vantaggio dell'azienda e dei piani futuri, ma resta la domanda su come bilanciare libertà di mercato e tutela degli investitori in casi simili. Nel caso Mediobanca, l'impatto sulla governance è stato più diretto e formale. Sin dal 2020 il primo azionista Del Vecchio ha esplicitamente richiesto cambiamenti nella gestione e nella composizione del board della banca¹⁸³. Questo attivismo ha portato, nell'assemblea di ottobre 2021, a proposte di riforma statutaria mirate a ridurre il potere del management: ad esempio l'abolizione dei posti riservati ai dirigenti in CdA e l'aumento dei consiglieri di minoranza¹⁸⁴. Anche se non tutte le richieste sono state approvate così come presentate, si è giunti a un compromesso: Mediobanca ha eliminato dallo statuto la clausola che garantiva seggi ai manager interni e ha concordato un lieve incremento della rappresentanza delle liste di minoranza,

¹⁷⁸ U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). (2021). Staff Report on Equity and Options Market Structure.

¹⁷⁹ U.S. House Committee on Financial Services. (2022). Game Stopped? Who wins and loses when short sellers, social media, and retail investors collide.

¹⁸⁰ ThinkAdvisor. (2021, February 18). Robinhood CEO testifies before Congress.

¹⁸¹ International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2023). Retail Market Conduct Task Force – Final Report.

¹⁸² Bank for International Settlements (BIS). (2021). Retail participation in equity markets. BIS Quarterly Review, December 2021.

¹⁸³ Reuters. (2020, June 12). Italy's Del Vecchio asks ECB permission to increase his Mediobanca stake.

¹⁸⁴ Reuters (2022), ECB tells Italy's Del Vecchio he cannot hold more than 20% in Mediobanca.

portando i posti riservati alle minoranze da 2 a 3 su 15¹⁸⁵. Del Vecchio e Delfin hanno rivendicato questo risultato come un “processo di miglioramento della governance” innescato dal loro intervento¹⁸⁶. In parallelo, la contesa su Generali ha mostrato l’effetto domino sulla governance di gruppo: pur avendo perso la votazione in assemblea, il fronte Caltagirone/Del Vecchio è riuscito a ottenere 3 posti nel CdA di Generali e ha costretto Mediobanca a giustificare il proprio operato di fronte a tutti gli azionisti¹⁸⁷. Più in generale, l’azione concertata dei grandi investitori “ribelli” ha segnalato a tutto il mercato che anche in Italia è possibile sfidare la gestione incumbente di una public company e spingere per un ricambio. Gli sviluppi più recenti, poi, potrebbero ridisegnare completamente la governance: qualora l’OPA di MPS su Mediobanca avesse successo superando il 50%, l’intero consiglio e il CEO verrebbero con ogni probabilità sostituiti dagli offerenti. Anche con una partecipazione inferiore (ad es. intorno al 35-40%), MPS e i suoi alleati avrebbero voce per proporre modifiche al board in futuro¹⁸⁸. In ogni caso, già il solo lancio dell’OPA ha obbligato Mediobanca a cambiare atteggiamento come l’adesione alla passivity rule e la preparazione di piani alternativi per creare valore. Questo dimostra come una scalata ostile possa essere strumento di rinnovamento della governance. Da ultimo, l’intervento legislativo del 2024 citato in precedenza che modifica la “legge elettorale” dei consigli di amministrazione assicurando più seggi proporzionali ai voti di minoranza è un cambiamento sistemico di governance scaturito anche dalle vicende Mediobanca/Generali¹⁸⁹. Ciò evidenzia come gli esiti di questo caso abbiano travalicato la singola azienda, influenzando la disciplina generale per le società quotate. In conclusione, il confronto tra GameStop e Mediobanca mette in luce due estremi nel panorama delle operazioni societarie: da un lato una sollevazione “popolare” di investitori diffusi che sfrutta vuoti normativi, dall’altro un lungo duello ai vertici di una banca condotto secondo le regole dell’establishment finanziario. Entrambi i casi hanno stressato i rispettivi sistemi di vigilanza e regolamentazione, evidenziandone punti di forza e di debolezza. Se GameStop ha sollevato quesiti sull’equità e l’efficienza dei mercati nell’era dei social network, spingendo le autorità USA a ripensare alcuni meccanismi di tutela degli investitori retail, il caso Mediobanca ha messo in evidenza le dinamiche di potere nelle public company italiane, portando a interventi per bilanciare meglio il peso di azionisti di maggioranza

¹⁸⁵ CONSOB (2023), Relazione per l’anno 2022.

¹⁸⁶ Assonime. (2022). Le OPA obbligatorie e la disciplina del mercato del controllo societario (Note e Studi n. 5/2022).

¹⁸⁷ LaPresse. (2025, September 9). MPS closes offer on Mediobanca at 62.3%.

¹⁸⁸ CONSOB (2024), Le offerte pubbliche svolte in Italia 2020–2023.

¹⁸⁹ Parlamento Italiano. (2024). Disegno di legge “DDL Capitali”. Gazzetta Ufficiale.

relativa e minoranze. Le somiglianze risiedono nel fatto che in entrambe le vicende si è avuta una ridefinizione degli equilibri di controllo: nuove categorie di attori; retail online o imprenditori azionisti, sono emerse sfidando l'attuale situazione. Le differenze, tuttavia, restano marcate: natura informale vs istituzionale dei processi, assenza vs presenza di un impianto normativo attivato come l'OPA obbligatoria, protagonisti diffusi vs ristretti, e impatti che vanno dal cambio di strategia aziendale fino a riforme di legge nazionali. Questo confronto, dunque, fornisce un quadro completo di come il governo societario e la regolamentazione dei mercati possano essere messi alla prova sia da rivoluzioni "dal basso" impreviste sia da iniziative "dall'alto" orchestrate dai grandi capitali, offrendo spunti per eventuali riforme future in grado di gestire entrambe le sfide in modo equilibrato.

5.2 Criticità delle autorità di vigilanza nei casi GameStop e Mediobanca

Il confronto tra i casi GameStop e Mediobanca mette in evidenza differenze significative nei sistemi di regolamentazione USA ed UE, nonché alcune criticità emerse nell'operato delle rispettive autorità di vigilanza. In entrambi gli episodi, sebbene molto diversi, i regolatori sono stati posti di fronte a sfide inedite: nel caso GameStop la SEC americana ha dovuto affrontare un'ondata speculativa atipica trainata dai piccoli investitori online, mentre nel caso Mediobanca enti come CONSOB, BCE e autorità antitrust si sono trovati a monitorare un prolungato conflitto di governance orchestrato da grandi azionisti¹⁹⁰. Questi esempi evidenziano approcci normativi differenti, gli Stati Uniti fondati su trasparenza e libertà di mercato, l'Europa su vincoli più rigidi a tutela degli investitori e mostrano punti deboli in ciascun sistema¹⁹¹.

¹⁹⁰ CONSOB. (2023). Relazione per l'anno 2022. Roma: Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

¹⁹¹ Assonime. (2022). Le OPA obbligatorie e la disciplina del mercato del controllo societario. Note e Studi n. 5/2022.

5.2.1 Protezione degli investitori (OPA obbligatoria vs. libertà di mercato)

Una prima distinzione riguarda i livelli di protezione offerti ai piccoli azionisti in caso di cambi di controllo societario. In Europa vigono regole di OPA obbligatoria: ad esempio in Italia chi supera il 30% del capitale di una società quotata deve lanciare un'offerta pubblica d'acquisto rivolta a tutti gli altri azionisti, così da garantire loro un'uscita equa al medesimo prezzo¹⁹². Questo meccanismo tutela i soci di minoranza evitando che il controllo passi di mano segretamente a scapito loro¹⁹³. Negli USA, invece, non esiste un obbligo generale di OPA; il sistema si basa su obblighi informativi come la comunicazione al superamento del 5% del capitale¹⁹⁴ e sul libero gioco di mercato¹⁹⁵. Ciò significa che un investitore americano può acquisire il controllo di fatto di una società senza dover comprare anche le azioni dei piccoli azionisti, situazione difficile in Europa¹⁹⁶. Nel caso Mediobanca, la presenza di una soglia OPA ha inciso sulle strategie degli attivisti: il principale azionista Delfin si è fermato appena sotto il 20% del capitale, consapevole che superando il 30% avrebbe dovuto offrire un'uscita a tutti gli azionisti¹⁹⁷. Questo deterrente normativo ha di fatto impedito un'acquisizione lampo della maggioranza; la battaglia si è dunque spostata sul terreno assembleare con la nomina dei consiglieri e le politiche dei dividendi, invece che sul mercato¹⁹⁸. Nel caso GameStop, non essendo in gioco un'OPA né un vero cambio di controllo, la questione di tutela dei soci di minoranza non si poneva direttamente; tuttavia, è emersa un'altra dimensione di protezione degli investitori, ossia la tutela dei piccoli trader da dinamiche di mercato potenzialmente dannose¹⁹⁹. Molti investitori retail attratti dall'aumento repentino di valore di GameStop sono entrati tardi subendo poi gravi perdite, chi ha comprato ai massimi di \$483 a fine gennaio 2021 ha visto il titolo crollare nei giorni

¹⁹² Repubblica Italiana. (1998). Testo Unico della Finanza (TUF), artt. 101-bis, 106–108. Gazzetta Ufficiale.

¹⁹³ U.S. Congress. (1968). Williams Act. Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office.

¹⁹⁴ EC. (2021). Staff Report on Equity and Options Market Structure. Washington, D.C.: U.S. Securities and Exchange Commission

¹⁹⁵ Armour, J., & Skeel, D. (2007). Who writes the rules for hostile takeovers, and why? – The peculiar divergence of U.S. and U.K. takeover regulation. *The Georgetown Law Journal*, 95(6), 1727–1794.

¹⁹⁶ Reuters. (2020). Italy's Del Vecchio asks ECB permission to increase his Mediobanca stake.

¹⁹⁷ Reuters. (2022). ECB tells Italy's Del Vecchio he cannot hold more than 20% in Mediobanca.

¹⁹⁸ LaPresse. (2025). MPS closes offer on Mediobanca at 62.3%.

¹⁹⁹ BIS. (2021). Retail participation in equity markets. Basel: Bank for International Settlements.

successivi²⁰⁰. Le autorità statunitensi sono state criticate per non aver prevenuto i rischi di un'euforia speculativa che ha danneggiato tanti risparmiatori inesperti. A posteriori, il Congresso USA ha organizzato audizioni sull'episodio GameStop e la SEC ha avviato riflessioni su come rafforzare la protezione del pubblico retail, ad esempio esaminando i rischi di "gamification" delle app di trading che incentivano un trading impulsivo²⁰¹. Anche le autorità europee hanno sottolineato la necessità di tutelare i piccoli investitori: a seguito di GameStop, l'ESMA ha ribadito l'importanza di educazione finanziaria e di usare cautela verso le informazioni circolanti sui social media²⁰². In sintesi, il caso GameStop ha evidenziato una lacuna nel sistema USA in termini di protezione "paternalistica" degli investitori, mentre il caso Mediobanca conferma l'efficacia ma anche i limiti di un sistema più protettivo: gli azionisti di minoranza sono tutelati sul piano del diritto di uscita, ma possono comunque subire gli effetti di manovre di potere dei grandi soci senza poterle impedire se queste restano sotto le soglie di legge²⁰³.

5.2.2 Trasparenza e informativa di mercato

Un secondo aspetto cruciale riguarda la trasparenza delle operazioni e la vigilanza sulle informazioni al mercato. Da questo punto di vista, l'Europa applica obblighi più stringenti in varie aree, emersi chiaramente nei due casi. In Italia, chi acquisisce partecipazioni rilevanti deve dichiarare rapidamente le proprie intenzioni: ad esempio Delfin al superamento del 10% di Mediobanca ha dovuto comunicare ufficialmente alla CONSOB di agire da sola e di non puntare al controllo né a stravolgere governance e management della banca²⁰⁴. Queste dichiarazioni d'intenti pubbliche mirano a garantire trasparenza sulle mosse degli investitori significativi, così che il mercato e le

²⁰⁰ ThinkAdvisor. (2021). Robinhood CEO testifies before Congress.

²⁰¹ U.S. House Committee on Financial Services. (2022). Game Stopped? Who wins and loses when short sellers, social media, and retail investors collide. Washington, D.C.

²⁰² IOSCO. (2023). Retail Market Conduct Task Force – Final Report. Madrid: International Organization of Securities Commissions.

²⁰³ ESMA. (2021). Statement on investor protection in relation to the GameStop case.

²⁰⁴ CONSOB. (2023). Relazione per l'anno 2022.

autorità sappiano se è in corso una scalata ostile mascherata. Negli USA, invece, ci si affida principalmente al Schedule 13D cioè la dichiarazione per partecipazioni sopra il 5% dove l'investitore può indicare genericamente i propri piani, ma non esiste un obbligo di dettaglio paragonabile a quello italiano²⁰⁵. Nel caso Mediobanca, grazie a queste norme, l'operato dei grandi soci è stato relativamente trasparente: CONSOB e il pubblico sapevano che Del Vecchio era salito al 19.8% senza accordi con altri azionisti e senza intenzioni dichiarate di controllo; anche la formazione di patti di consultazione tra investitori minori (10,9% del capitale) a sostegno del management è stata comunicata al mercato²⁰⁶. Tuttavia, questo elevato livello di disclosure non elimina tutte le zone d'ombra: è possibile, ad esempio, che azionisti influenti coordinino le proprie mosse informalmente senza siglare patti ufficiali, aggirando la normativa sulle azioni di concerto²⁰⁷. Nel caso Mediobanca, Delfin e Caltagirone (quasi 30% sommati) hanno agito di fatto in sintonia nelle votazioni pur senza un accordo formale, il che solleva interrogativi su possibili concertazioni di fatto difficili da inquadrare giuridicamente. Le autorità di vigilanza italiane hanno il compito di vigilare anche su queste situazioni borderline, ma finché non c'è prova di un patto esplicito non possono imporre un'OPA obbligatoria. Al contrario, sul fronte GameStop è emersa quasi l'anarchia informativa: migliaia di piccoli trader si sono coordinati su forum online come Reddit WallStreetBets per comprare in massa il titolo, senza alcun obbligo informativo perché ognuno individualmente sotto le soglie di rilevanza²⁰⁸. Le informazioni scambiate online erano in buona parte pubbliche e veritiere, come il fatto che il titolo fosse fortemente shortato, e quindi non configuravano un illecito di per sé. In Europa, una simile campagna speculativa organizzata via social media su una società quotata UE potrebbe essere sanzionata se emergesse diffusione di notizie false o aggio, in base al Market Abuse Regulation (MAR) che vieta manipolazioni e informazioni fuorvianti²⁰⁹. Nel caso GameStop, però, i partecipanti si sono limitati a sfruttare dati reali di mercato a loro vantaggio, sfuggendo così a possibili sanzioni. Questo evidenzia una criticità regolamentare nell'era dei social: i quadri normativi tradizionali faticano a gestire dinamiche di coordinamento "dal basso"

²⁰⁵ U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). (2021). Schedule 13D requirements.

²⁰⁶ Reuters. (2020). Italy's Del Vecchio asks ECB permission to increase his Mediobanca stake.

²⁰⁷ Assonime. (2022). Note e Studi n. 5/2022 – Le OPA obbligatorie e la disciplina del mercato del controllo societario.

²⁰⁸ U.S. House Committee on Financial Services. (2022). Game stopped? Who wins and loses when short sellers, social media, and retail investors collide.

²⁰⁹ European Union. (2014). Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council on market abuse (Market Abuse Regulation - MAR).

completamente nuove²¹⁰. Inoltre, il livello di trasparenza del mercato USA riguardo a posizioni corte è risultato inadeguato. Prima del gennaio 2021, l'azione GameStop presentava un short interest elevatissimo, pari a oltre il 140% del flottante, dato possibile per meccanismi di short selling e per la lentezza delle segnalazioni obbligatorie negli USA²¹¹. Le autorità americane infatti pubblicavano i dati sulle posizioni corte solo due volte al mese con ritardo di dieci giorni, consentendo a hedge fund e operatori di accumulare scoperture massive fuori dai riflettori. La SEC è stata criticata per aver permesso che oltre il 100% delle azioni fossero vendute allo scoperto, persino il CEO di Robinhood ha definito “patologica” questa situazione, in grado di destabilizzare il mercato²¹². A seguito dello short squeeze di GameStop, vi sono state richieste di migliorare la trasparenza sullo short selling con reportistica più frequente, tema su cui la SEC ha iniziato a lavorare. L'Europa su questo era già più avanti: normative come il Regolamento Short Selling (EU) impongono la comunicazione giornaliera alle autorità di posizioni corte oltre lo 0,2% e la pubblicazione al pubblico oltre lo 0,5%²¹³. Questo fa sì che in Europa sia difficile arrivare a scoperture cumulate gigantesche all'insaputa del mercato – infatti l'ESMA ha osservato che in nessun titolo UE a gennaio 2021 le posizioni corte superavano il 16% del flottante. Dunque, la vicenda GameStop ha messo a nudo una falla di trasparenza nel mercato USA, poi riconosciuta dalle stesse autorità, mentre il caso Mediobanca mostra che l'ampia disclosure europea, pur preventiva, può essere talvolta aggirata nei fatti dall'abilità tattica degli attori di mercato.

5.2.3 Vigilanza e interventi regolatori

Entrambi i casi hanno rappresentato un banco di prova anche per l'efficacia e la tempestività dell'intervento delle autorità di vigilanza. Nel caso GameStop, la SEC e gli altri organismi

²¹⁰ IOSCO. (2023). Retail market conduct task force – Final report.

²¹¹ BIS. (2021). Retail participation in equity markets.

²¹² ThinkAdvisor. (2021). Robinhood CEO testifies before Congress.

²¹³ European Securities and Markets Authority (ESMA). (2021). Short selling in EU markets – Data and supervisory convergence.

statunitensi sono stati inizialmente colti di sorpresa dalla rapidità degli eventi. Durante la fase più acuta della volatilità a fine gennaio 2021, l'azione regolatoria è venuta soprattutto dai meccanismi automatici di mercato: circuit breakers che bloccavano temporaneamente gli scambi per eccesso di rialzo, e soprattutto le margin calls dei clearing house²¹⁴. Proprio l'aumento dei requisiti di garanzia da parte della cassa di compensazione ha indotto broker come Robinhood a limitare unilateralmente l'acquisto di nuove azioni GameStop da parte dei clienti retail²¹⁵. Questa mossa – sebbene motivata da esigenze prudenziali – ha suscitato fortissime critiche e accuse di favoritismo verso gli hedge fund, poiché ha frenato artificialmente il rialzo penalizzando i piccoli investitori. Molti hanno ritenuto l'episodio emblematico di un conflitto d'interessi nel modello di business e hanno chiesto ai regolatori di indagare. In effetti la SEC ha avviato un esame approfondito: nel suo rapporto ufficiale sull'evento meme stocks, pubblicato nell'ottobre 2021, l'agenzia ha riconosciuto che quanto accaduto solleva questioni su come vengono eseguiti e remunerati gli ordini retail, su quando e come i broker possano bloccare le negoziazioni, e sul livello di trasparenza delle vendite allo scoperto²¹⁶. In pratica, la SEC ha indicato varie aree di possibile riforma: la pratica del payment for order flow, le regole sui trading halt decisi dagli intermediari, e la già citata trasparenza sul short selling. Inoltre, ha avviato consultazioni sui rischi della gamification del trading online²¹⁷. Queste ammissioni equivalgono a riconoscere che il quadro normativo USA necessita di aggiornamenti di fronte ai nuovi fenomeni tecnologici e sociali. Anche il Congresso USA è intervenuto con audizioni e proposte di legge²¹⁸, mentre il principale organo di compensazione ha raccomandato – poi attuato – l'accorciamento del ciclo di liquidazione delle operazioni da T+2 a T+1 giorno per ridurre il rischio sistemico²¹⁹. Come ha affermato il presidente della SEC Gary Gensler, l'episodio GameStop ha messo in luce problemi “di plumbing di mercato”: il fatto che molti investitori al dettaglio si siano trovati improvvisamente esclusi dal mercato in un momento critico è un segnale di allarme che ha richiesto interventi correttivi sulla resilienza del sistema²²⁰. D'altro canto, le autorità americane non hanno adottato misure repressive dirette durante la vicenda – nessuna accusa formale di manipolazione è stata mossa nei confronti dei trader retail, a conferma dell'assenza di illeciti

²¹⁴ BIS. (2021). Retail participation in equity markets.

²¹⁵ ThinkAdvisor. (2021, February 18). Robinhood CEO testifies before Congress.

²¹⁶ SEC. (2021). Staff report on equity and options market structure conditions in early 2021.

²¹⁷ IOSCO. (2023). Retail market conduct task force – Final report.

²¹⁸ U.S. Congress. (2021). Hearings on the GameStop episode.

²¹⁹ Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC). (2021). Press release on accelerated settlement cycle T+1.

²²⁰ Gensler, G. (2021). Testimony before the U.S. Congress on market plumbing and meme stocks.

conclamati. L'approccio è stato dunque successivo, mirando a capire e aggiustare le regole per il futuro, più che intervenire d'urgenza nel vivo dell'evento, scelta coerente con la filosofia USA di non interferenza se non in caso di frodi evidenti. Nel caso Mediobanca, l'intervento delle autorità si è manifestato in modo diverso, più preventivo e strutturale. Fin dall'inizio dell'ascesa di Delfin nel capitale, CONSOB ha vigilato sul rispetto delle norme OPA e di concertazione: ha ottenuto e pubblicato la dichiarazione di Del Vecchio sulle proprie intenzioni²²¹, e avrebbe potuto sanzionare qualsiasi patto occulto qualora emerso. La Banca Centrale Europea, da parte sua, ha svolto il ruolo di gatekeeper autorizzando Delfin a salire oltre il 10% solo dopo aver valutato la solidità patrimoniale e gestionale dell'azionista come richiesto dalle norme sulle partecipazioni qualificate in banche. In pratica, le autorità europee hanno accompagnato l'evoluzione del caso Mediobanca garantendo che avvenisse entro paletti regolamentari precisi: nessuno degli attori poteva oltrepassare certe soglie senza approvazione o senza far scattare obblighi verso il mercato. Questo ha consentito che la "battaglia" si combattesse con gli strumenti di governance societaria anziché sul terreno caotico di movimenti anomali di borsa. Infatti, il culmine del confronto è avvenuto nell'assemblea dei soci di ottobre 2023, in cui gli azionisti hanno votato sulle liste contrapposte per il nuovo CdA²²². Il risultato, riconferma del CEO Nagel sostenuto da fondi istituzionali e pattisti minori, contro la lista parziale di Delfin sostenuta anche da Caltagirone è stato accettato nell'alveo della normale dialettica assembleare, senza turbolenze sul mercato azionario. Ciò non significa che non vi siano state criticità o strascichi regolatori: anzi, il caso Mediobanca/Generali ha fatto emergere alcune lacune normative poi affrontate dal legislatore italiano. In particolare, la votazione per liste nelle società quotate è apparsa penalizzare gli investitori attivisti di minoranza: in Generali nel 2022 la lista di Caltagirone (minoritaria ~20%) ottenne solo pochi posti nel CdA, non riuscendo a scalfire realmente la lista di maggioranza presentata dal board uscente sostenuto da Mediobanca. Questo ha suscitato un dibattito politico sulla necessità di riequilibrare il sistema a favore delle minoranze. Nel 2023, anche a seguito di queste vicende, è stata approvata in Italia una riforma del diritto societario nell'ambito di un più ampio Capital Markets Act, che modifica le regole di elezione dei consigli di amministrazione in presenza di liste concorrenti²²³. La riforma prevede, tra l'altro, che la lista presentata dal CdA uscente debba essere approvata da almeno i due terzi dello stesso consiglio e introduce meccanismi per

²²¹ CONSOB. (2023). Relazione per l'anno 2022.

²²² LaPresse. (2023). Mediobanca shareholders' meeting reconfirms Nagel as CEO.

²²³ Parlamento Italiano. (2024). Disegno di legge sui mercati dei capitali (DDL Capitali).

assicurare una più ampia rappresentanza alle liste di minoranza²²⁴, garantendo fino al 20% dei posti in CdA anche a soci con quote ridotte. Si tratta di un cambiamento mirato a dare più voce agli azionisti attivisti e a evitare il perpetuarsi di governance autoreferenziali, una legge che è stata vista come “su misura” dopo il caso Generali e il ruolo di Mediobanca in esso. Tuttavia, questa riforma ha scatenato a sua volta critiche da parte del fronte opposto: il CEO di Generali Philippe Donnet ha avvertito che dare troppo potere a piccole minoranze può destabilizzare le società e allontanare gli investitori istituzionali esteri²²⁵, definendo “molto pericoloso” il rischio che attivisti con partecipazioni minuscole ottengano un’influenza immensa contraria all’interesse della maggioranza degli azionisti. Il fatto stesso che si sia dovuti intervenire con una legge ad hoc indica che le autorità preposte (CONSOB e organi regolatori) in precedenza disponevano di strumenti limitati per garantire un equilibrio ottimale fra tutela delle minoranze e stabilità di governance. In altre parole, il caso Mediobanca ha messo in luce come le regole europee, pur avanzate sul piano della tutela, necessitino di continuo aggiornamento per tenere il passo con nuove forme di attivismo e con le strategie dei grandi investitori.

5.2.4 Sintesi conclusiva (USA vs UE)

Dall’analisi comparata di questi due casi emergono differenze di filosofia regolamentare, ma anche una convergenza sulla necessità di migliorare la vigilanza in un contesto finanziario in evoluzione. Il sistema USA valorizza la libera interazione di mercato e l’accesso diffuso agli investimenti, ma l’episodio GameStop ha mostrato come tale libertà possa sfociare in episodi di volatilità estrema e rischi per la fiducia nel mercato se non accompagnata da adeguati presìdi. Lacune nella trasparenza, come nel caso delle vendite allo scoperto, e nell’infrastruttura di compensazione hanno richiesto interventi correttivi da parte delle autorità americane. D’altro canto, il modello europeo adotta un approccio più paternalistico e preventivo, con norme stringenti per proteggere gli azionisti e

²²⁴ Assonime. (2022). Le OPA obbligatorie e la disciplina del mercato del controllo

²²⁵ Il Sole 24 Ore. (2023). Donnet: “Troppo potere alle minoranze può destabilizzare”.

prevenire²²⁶. Ciò ha evitato scenari caotici analoghi a GameStop nei mercati europei, nessuna “meme stock” UE ha subito rialzi del +1600% in pochi giorni, ma non ha impedito la formazione di cordate di potere che sfidano lo status quo aziendale in modo più graduale²²⁷. Le autorità europee hanno gestito il caso Mediobanca mantenendo l’ordine di mercato, ma il fatto che grandi investitori abbiano potuto influire profondamente senza violare formalmente le regole segnala un margine di miglioramento sul fronte della vigilanza attiva²²⁸. In ultima analisi, entrambe le vicende hanno fornito lezioni importanti ai regolatori su entrambe le sponde dell’Atlantico. Negli USA, la SEC ha capito di dover modernizzare il quadro normativo per tenere conto di social network, trading gratuito e nuovi rischi sistemici²²⁹. In UE, CONSOB e legislatori hanno appreso che occorre raffinare le norme di governance per bilanciare meglio potere dei grandi azionisti e tutela degli investitori diffusi²³⁰. Il filo comune è la consapevolezza che la tutela degli investitori, la trasparenza dei mercati e l’efficacia della vigilanza vanno costantemente adattate: il caso GameStop ha aperto una riflessione sull’equilibrio tra libertà di investimento e necessità di controllo nei mercati moderni, mentre il caso Mediobanca (e vicende correlate come Generali) ha dimostrato che anche nei mercati più regolamentati è necessario vigilare sulle zone grigie e aggiornare le regole per garantire un gioco corretto per tutti gli attori del mercato finanziario²³¹.

5.3 Proposte di miglioramento

²²⁶ Enriques, L. (2004). The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization without Foundation? *European Company and Financial Law Review*, 1(4), 440–463.

²²⁷ Wymeersch, E. (2006). The Takeover Directive and Its Implementation in the Member States of the European Union. *European Company and Financial Law Review*, 3(3), 243–298.

²²⁸ Rossi, S., & Volpin, P. (2004). Cross-country Determinants of Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277–304.

²²⁹ Axios. (2021). SEC will look to “freshen up” equity market’s structure, chair says.

²³⁰ OECD. (2023). G20/OECD Principles of Corporate Governance.

²³¹ Ventrone, M. (2008). Takeover Regulation as a Wolf in Sheep’s Clothing: Taking UK Rules to Continental Europe. *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 29(2), 475–558.

Sulla base delle criticità emerse dai casi GameStop e Mediobanca–MPS, è possibile individuare una serie di interventi per rafforzare la regolamentazione e la vigilanza dei mercati finanziari. L’obiettivo è prevenire il ripetersi di situazioni anomale, come la volatilità estrema che ha caratterizzato il cosiddetto meme stocks, e garantire trasparenza e tutela degli investitori anche in occasione di operazioni straordinarie, come l’OPA ostile di MPS su Mediobanca. Un primo ambito di intervento riguarda la trasparenza sulle posizioni e sulle operazioni di mercato. Dopo il caso GameStop, le autorità statunitensi hanno riconosciuto la necessità di rafforzare la disclosure sulle vendite allo scoperto, approvando nuove regole che impongono agli hedge fund una comunicazione più tempestiva e dettagliata delle proprie esposizioni²³². Analogamente, in Europa si potrebbe assicurare una maggiore visibilità delle posizioni corte aggregate e degli acquisti di azioni sul mercato secondario, così da individuare con anticipo accumuli anomali o dinamiche speculative di tipo short squeeze²³³. In materia di OPA, l’introduzione di obblighi informativi più rigorosi sulle partecipazioni rilevanti e una maggiore pubblicità delle fasi procedurali: ad esempio la divulgazione delle richieste integrative formulate da CONSOB durante l’istruttoria, contribuirebbero a garantire maggiore trasparenza e correttezza nei processi di takeover²³⁴. Un secondo fronte cruciale è il rafforzamento della vigilanza sui mercati digitali e sulle piattaforme di trading. Il caso GameStop ha mostrato come comunità online possano coordinare acquisti massicci, provocando una volatilità eccezionale. I regolatori dovrebbero quindi dotarsi di strumenti avanzati di sorveglianza digitale, anche basati su algoritmi e intelligenza artificiale, per intercettare tempestivamente eventuali anomalie di mercato derivanti da campagne virali o manipolative via Internet²³⁵. Parallelamente, occorre aggiornare il quadro normativo sugli abusi di mercato includendo riferimenti espliciti al coordinamento tramite forum online e social network²³⁶. Negli Stati Uniti l’episodio ha portato la SEC ad avviare indagini e audizioni parlamentari, mentre in Europa sarebbe utile un maggiore coordinamento tra CONSOB, ESMA e le altre autorità nazionali, data la natura transnazionale di questi fenomeni. Un ulteriore elemento riguarda la definizione di “azioni di concerto” e il controllo occulto. La vicenda Mediobanca–MPS ha evidenziato l’importanza di vigilare su possibili concertazioni tacite tra grandi investitori. Pur dichiarando di agire in autonomia, MPS ha beneficiato della convergenza di interessi

²³² SEC. (2021). Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021.

²³³ BaFin. (2021). Annual Report 2021.

²³⁴ CONSOB. (2024). Le offerte pubbliche svolte in Italia nel periodo 2020–2023.

²³⁵ ESMA. (2021). Final Report – MiFID II/MiFIR review report on algorithmic trading.

²³⁶ European Parliament and Council. (2014). Regulation (EU) No 596/2014 on market abuse (MAR).

di azionisti comuni, come Delfin e Caltagirone, sollevando dubbi sul confine tra comportamento parallelo e concerto occulto. Sarebbe opportuno chiarire normativamente i criteri che configurano un'azione di concerto anche in assenza di patti formali, ad esempio tramite linee guida di CONSOB²³⁷. Inoltre, il rafforzamento dei poteri ispettivi previsti dall'art. 101-bis TUF permetterebbe all'Autorità di indagare più efficacemente sugli accordi informali e sulle comunicazioni intercorse tra investitori rilevanti durante un'OPA, riducendo così il rischio di elusioni e collusioni²³⁸. Un quarto profilo di miglioramento riguarda la chiarezza sulle soglie e sulle esenzioni relative all'OPA obbligatoria. L'esperienza italiana conferma la validità della soglia del 30% di partecipazione oltre la quale scatta l'obbligo di OPA totalitaria. Tuttavia, è necessario definire meglio le eccezioni, come quelle previste per i salvataggi, al fine di evitare arbitrarietà. Il caso del 2017, quando lo Stato salì oltre il 50% del capitale MPS senza promuovere un'OPA grazie alla natura di intervento di salvataggio, mostra l'importanza di codificare con precisione i confini di tali esenzioni²³⁹. Parallelamente, l'introduzione di meccanismi di whitewash, già adottati in altre giurisdizioni, consentirebbe agli azionisti di minoranza di approvare con voto indipendente deroghe all'obbligo, aumentando la flessibilità senza sacrificare la tutela²⁴⁰. La resilienza e l'equità del mercato richiedono inoltre interventi mirati. L'episodio GameStop ha evidenziato i limiti del sistema di regolamento T+2, che ha costretto piattaforme come Robinhood a sospendere temporaneamente gli acquisti per far fronte a richieste di collateral miliardarie. Negli Stati Uniti si è già passati al ciclo T+1²⁴¹, riducendo i rischi di blocco e il fabbisogno di capitale. Anche in Europa sarebbe opportuno valutare un'evoluzione verso cicli di regolamento più rapidi, compatibilmente con le infrastrutture esistenti. Allo stesso tempo, occorre garantire che eventuali restrizioni alle negoziazioni non penalizzino in modo asimmetrico gli investitori retail rispetto agli istituzionali. Migliorare i meccanismi di circuit breakers e concordare protocolli di gestione delle crisi tra autorità e operatori contribuirebbe a rafforzare la stabilità e la parità di trattamento in condizioni di stress. Ulteriori interventi riguardano la regolamentazione di pratiche di mercato emerse come problematiche. Una

²³⁷ CONSOB. (2010). Linee guida sulla disciplina delle azioni di concerto.

²³⁸ Repubblica Italiana. (1998). Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Testo Unico della Finanza (TUF), artt. 101-bis, 106–108.

²³⁹ Rordorf, R. (2001). L'OPA obbligatoria e la tutela delle minoranze. *Rivista di diritto civile*, 47(3), 345–372.

²⁴⁰ Hopt, K. J. (2011). Comparative Corporate Governance: *The State of the Art and International Regulation*. *American Journal of Comparative Law*, 59(1), 1–73.

²⁴¹ U.S. House Committee on Financial Services. (2022). Game Stopped? Who Wins and Loses When Short Sellers, Social Media, and Retail Investors Collide.

di queste è il payment for order flow (PFOF), pratica che comporta potenziali conflitti di interesse e che la SEC ha già posto al centro di un pacchetto di riforme strutturali. In parallelo, è emersa la questione della “gamification” del trading, ossia la trasformazione del trading in una sorta di gioco attraverso notifiche e ricompense che incentivano l’operatività eccessiva dei retail²⁴². Nel 2022 la SEC ha proposto regole per imporre ai broker di eliminare o neutralizzare tali conflitti, principio che potrebbe essere esteso anche in Europa attraverso divieti specifici e un rafforzamento delle norme sulla best execution. Fondamentale è poi il potenziamento dell’enforcement e del coordinamento tra autorità. Le riforme normative non possono prescindere da un’applicazione rigorosa e tempestiva: occorre rafforzare risorse e poteri sanzionatori di autorità come CONSOB e SEC, assicurando la vigilanza anche su operazioni straordinarie promosse da soggetti pubblici. La vicenda MPS, che ha visto la cessione di quote a investitori vicini prima dell’OPA, oggi al vaglio della Commissione UE e della magistratura, conferma l’esigenza di introdurre procedure standard di dismissione più trasparenti, come aste competitive o pareri indipendenti sugli acquirenti²⁴³. Inoltre, la cooperazione tra BCE, CONSOB e altre autorità di vigilanza bancaria e dei mercati rappresenta un modello da rafforzare, ad esempio attraverso task force congiunte dedicate a takeover complessi. Infine, un’attenzione particolare deve essere rivolta all’educazione finanziaria e alla tutela degli investitori di minoranza²⁴⁴. L’episodio GameStop ha dimostrato l’enorme potenziale, ma anche i rischi, della partecipazione retail. Molti piccoli trader, che hanno fatto investimenti tardivi, hanno subito perdite significative. Per questo motivo, è fondamentale potenziare i programmi di educazione finanziaria, soprattutto tra i giovani investitori, e introdurre avvertenze chiare sui rischi legati alla volatilità e all’uso di strumenti complessi. Parallelamente, sul fronte normativo, si potrebbero introdurre misure a favore delle minoranze nelle operazioni di controllo, migliorando i tempi e la trasparenza delle offerte concorrenti e garantendo che i piccoli azionisti possano prendere decisioni consapevoli²⁴⁵. In sintesi, un insieme di interventi coordinati, che spaziano dalla trasparenza informativa alla vigilanza digitale, dalla revisione delle definizioni giuridiche al rafforzamento delle infrastrutture di mercato, fino alla protezione degli investitori retail, appare necessario per rendere i mercati finanziari più equi,

²⁴² ThinkAdvisor. (2021). Robinhood CEO testifies before Congress.

²⁴³ OECD. (2020). Capital Markets Union – High Level Forum Final Report.

²⁴⁴ ESMA. (2013). Update of the CESR recommendations on the consistent implementation of the EU market abuse framework.

²⁴⁵ Bianchi, M., & Enriques, L. (2001). Corporate Governance in Italy after the 1998 Reform: *What Role for Institutional Investors?* ECGI Working Paper Series in Law.

resilienti e in grado di affrontare le sfide poste dalle trasformazioni tecnologiche e dalle nuove dinamiche di partecipazione.

5.4 Proposte di ricerca

Le vicende analizzate e le considerazioni normative emerse aprono numerose prospettive per future indagini accademiche, che potrebbero risultare utili sia per approfondire le lacune ancora presenti sia per supportare i policy maker nel disegno di regole di mercato più efficaci. In primo luogo, un possibile filone di ricerca riguarda lo studio comparato dell'efficacia delle OPA obbligatorie. Sarebbe interessante valutare empiricamente il ruolo di tale strumento nella protezione degli azionisti di minoranza e nell'efficienza complessiva del mercato, mettendo a confronto giurisdizioni differenti²⁴⁶. Un'analisi sistematica tra il modello europeo, che prevede la Mandatory Bid Rule, e quello statunitense, che non contempla un obbligo analogo, permetterebbe di misurare l'impatto delle diverse discipline sulla creazione di valore e sulle dinamiche di controllo societario²⁴⁷. La letteratura ha già messo in luce alcuni trade-off: una disciplina più rigida tutela i piccoli azionisti, ma può scoraggiare operazioni di takeover potenzialmente efficienti. Studi futuri potrebbero quantificare con maggiore precisione questi effetti, verificando se esistono soglie ottimali o meccanismi condizionali che massimizzino la tutela senza indebolire eccessivamente il mercato del controllo societario. Un ulteriore aspetto da approfondire è la diversa reazione dei mercati azionari, per comprendere se nei Paesi con OPA obbligatoria vi sia una minore volatilità attorno ai passaggi di controllo e se gli azionisti di minoranza ottengano, in media, indennizzi più elevati. Un secondo ambito di indagine si collega al fenomeno, inaugurato dal caso GameStop, del coordinamento orizzontale degli investitori retail attraverso piattaforme digitali. Le comunità online di trading, che operano su forum come Reddit o su canali Telegram, pongono interrogativi inediti sulle dinamiche di formazione del

²⁴⁶ Rordorf, R. (2001). L'OPA obbligatoria e la tutela delle minoranze. *Rivista di diritto civile*, 47(3), 345–372.

²⁴⁷ Enriques, L. (2004). The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: *Harmonization without Foundation?* *European Company and Financial Law Review*, 1(4), 440–463.

consenso e sulla capacità dei piccoli investitori di orientare i mercati²⁴⁸. Studi interdisciplinari, che combinino finanza comportamentale e data science, potrebbero analizzare i flussi informativi e il sentiment online per valutarne la correlazione con i volumi e i prezzi di borsa²⁴⁹. Tali analisi contribuirebbero a distinguere tra comportamenti collettivi spontanei e manipolazione, offrendo ai regolatori strumenti per calibrare adeguatamente i loro interventi. In parallelo, anche la riflessione giuridica è chiamata a evolversi, interrogandosi se e come il diritto dei mercati debba tener conto di queste nuove forme di azionariato attivo digitale. Connesso a questo tema vi è la necessità di rivedere criticamente la definizione di “persone che agiscono di concerto”. L’attuale disciplina, contenuta nell’art. 101-bis del TUF e negli analoghi europei, appare talvolta inadeguata rispetto a un contesto caratterizzato da comunicazioni istantanee e mercati sempre più globalizzati²⁵⁰. Analizzare casi controversi – come la vicenda Mediobanca–MPS o altre scalate caratterizzate da accordi taciti e alleanze informali – consentirebbe di chiarire la sottile linea che separa il mero parallelismo di interessi dal vero e proprio concerto. Uno studio comparato con ordinamenti come quello francese, tedesco o britannico, dove sono state adottate presunzioni legali o meccanismi di safe harbour, potrebbe fornire spunti utili per aggiornare la normativa italiana ed europea²⁵¹, prevenendo condotte elusive senza penalizzare investimenti legittimi. Un ulteriore filone riguarda l’impatto delle nuove tecnologie sulle operazioni di OPA e sulla vigilanza di mercato. L’introduzione di strumenti basati su blockchain e registri distribuiti potrebbe semplificare la tracciabilità delle partecipazioni e rendere più rapidi i processi di regolamento e di voto²⁵². Allo stesso tempo, l’uso di smart contracts per automatizzare l’esecuzione di offerte pubbliche, o lo sviluppo della finanza decentralizzata (DeFi) come luogo di scambio di partecipazioni societarie, pongono sfide rilevanti. Questi scenari richiedono di interrogarsi su come garantire l’applicazione delle norme OPA e il rispetto delle soglie di legge in un contesto tecnologico profondamente mutato²⁵³. Un quinto ambito di ricerca riguarda le strategie difensive delle società bersaglio. Il caso Mediobanca-MPS, con l’applicazione della passivity rule italiana (art. 104 TUF), ha mostrato i limiti di un sistema che impone agli amministratori una neutralità assoluta durante un’offerta pubblica. Sarebbe utile confrontare

²⁴⁸ IOSCO. (2023). Retail Market Conduct Task Force – Final Report.

²⁴⁹ OECD. (2023). OECD Corporate Governance Factbook 2023.

²⁵⁰ CONSOB. (2010). Linee guida sulla disciplina delle azioni di concerto.

²⁵¹ Wymeersch, E. (2006). The Takeover Directive and Its Implementation in the Member States of the European Union. *European Company and Financial Law Review*, 3(3), 243–298.

²⁵² European Commission. (2020).

²⁵³ ESMA. (2021). MiFID II/MiFIR review report on algorithmic trading.

l'approccio europeo con quello anglosassone, che consente l'adozione di strumenti difensivi come le poison pills o i staggered boards²⁵⁴. Una comparazione empirica di casi di OPA ostili nei diversi ordinamenti potrebbe chiarire se la neutralità massimizza effettivamente l'interesse dei soci o se, al contrario, un maggior margine di discrezionalità consentirebbe di ottenere premi più elevati o di proteggere asset strategici. Infine, merita attenzione l'analisi degli effetti concreti delle riforme normative già introdotte o in via di implementazione. In Italia, ad esempio, il DDL Capitali approvato nel 2024²⁵⁵ ha previsto una modulazione della soglia OPA tra il 25% e il 40% e nuove esenzioni; parallelamente, sono state introdotte misure innovative di market enforcement, come le warning letters di CONSOB. Studi ex post potrebbero valutare l'impatto di queste riforme sull'attrattività del mercato, sulla frequenza delle offerte pubbliche e sulla compliance delle società quotate. Un approccio evidence-based consentirebbe di perfezionare continuamente il quadro regolatorio, rendendolo più aderente all'evoluzione dei mercati e più efficace nel coniugare trasparenza, libertà d'iniziativa e tutela degli investitori²⁵⁶. In sintesi, le proposte di ricerca qui delineate mostrano come il tema delle OPA obbligatorie e delle azioni di concerto sia tutt'altro che statico. L'evoluzione dei mercati, delle tecnologie e dei comportamenti degli investitori apre costantemente nuove sfide, che potranno essere affrontate soltanto con uno sforzo congiunto di analisi scientifica e di revisione normativa. La ricerca futura avrà quindi un ruolo decisivo nel fornire dati e strumenti per affinare la regolamentazione, garantendo che la libertà di impresa si concili sempre con la stabilità del sistema e con la protezione degli azionisti di minoranza²⁵⁷.

Conclusione

²⁵⁴ Ventrone, M. (2008). Takeover Regulation as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking UK Rules to Continental Europe. *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 29(2), 475–558.

²⁵⁵ Parlamento Italiano. (2024). Disegno di Legge Capitali.

²⁵⁶ OECD. (2017). *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*.

²⁵⁷ Hopt, K. J. (2011). *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation*.

Dall'analisi condotta nei capitoli precedenti emergono risultati significativi che collegano aspetti teorici, evidenze empiriche e implicazioni pratiche, alla luce dei due casi di studio esaminati. In particolare, il confronto comparativo tra questi casi mette in luce come nuovi attori e dinamiche di mercato possano influenzare in modo dirompente i mercati finanziari, evidenziando al contempo limiti e lacune dei quadri normativi attuali nei rispettivi contesti. Ciò prepara il terreno a considerazioni normative più approfondite, mostrando la necessità di riforme e miglioramenti regolamentari per garantire mercati equi ed efficienti. In primo luogo, l'evoluzione della partecipazione degli investitori e l'impatto sui mercati: l'episodio GameStop ha segnato il ritorno prepotente degli investitori retail nelle dinamiche di Borsa, sospinto da piattaforme digitali e social media. Un numero senza precedenti di piccoli trader, spesso inesperti, ha utilizzato app di trading a zero commissioni e forum online per concentrare gli acquisti su alcuni "meme stocks", generando una volatilità fuori dall'ordinario. Il titolo GameStop, in particolare, è passato in poche settimane da meno di \$4 a oltre \$480 per azione, innescando perdite ingenti per diversi hedge fund ribassisti e sollevando accuse di manipolazione di mercato. Questi fatti confermano empiricamente quanto suggerito dalle teorie di finanza comportamentale: ossia che i comportamenti collettivi degli investitori retail, coordinati attraverso nuove reti sociali, possono deviare i prezzi di mercato dai fondamentali e sfidare l'ipotesi di efficienza dei mercati in forma forte. Allo stesso tempo, come sottolineato in letteratura, tale riemersione dell'investitore diretto prospetta un cambiamento strutturale nei mercati dei capitali, rendendoli più inclusivi ma anche potenzialmente più instabili²⁵⁸. Anche il caso Mediobanca riflette dinamiche inaspettate, sebbene di natura diversa: in questo contesto i grandi azionisti influenti tra cui famiglie azionarie storiche e attori pubblici, hanno mobilitato le proprie partecipazioni incrociate in modo concertato, riuscendo di fatto a ribaltare le normali logiche di mercato in un'operazione di cambio di controllo. La scalata ostile lanciata da Monte dei Paschi di Siena su Mediobanca, con l'appoggio esplicito del governo italiano, ha rappresentato un evento di portata straordinaria nel panorama finanziario nazionale. Tradizionalmente, Mediobanca era il simbolo della public company all'italiana, con un azionariato ormai diffuso; tuttavia, l'alleanza tra investitori privati influenti e autorità pubbliche nel caso in esame ha mostrato come, in assenza di adeguati contrappesi, il controllo di grandi imprese possa

²⁵⁸ OECD (2023). G20/OECD Principles of Corporate Governance. Paris: OECD.

rapidamente ricentralizzarsi²⁵⁹. In sintesi, entrambi i casi confermano che attori non tradizionali, siano essi masse di piccoli trader coordinati online o coalizioni di azionisti di riferimento sostenute dallo Stato, possono incidere profondamente sulle dinamiche di mercato, oltrepassando le previsioni dei modelli classici e rendendo tangibili rischi sistemici o svolte storiche. In secondo luogo, l'adeguatezza delle strutture di mercato e del quadro regolamentare è stata messa alla prova. Il caso GameStop ha evidenziato alcune vulnerabilità strutturali nei mercati americani: ad esempio, l'attuale meccanismo di clearing T+2 ha costretto diverse piattaforme retail a sospendere gli acquisti di titoli per far fronte alle richieste di margini di garanzia, esponendo i limiti dell'infrastruttura di compensazione. In risposta a queste criticità, si è assistito a un'accelerazione nelle riforme di mercato: gli Stati Uniti hanno approvato il passaggio al regolamento T+1 per azioni e obbligazioni, riducendo il rischio di default nelle camere di compensazione. Inoltre, il caso GameStop ha catalizzato interventi regolatori volti ad aumentare la trasparenza e la resilienza del sistema finanziario: la SEC ha introdotto nuove regole per potenziare la disclosure delle posizioni corte e dei rischi assunti dai fondi hedge, e ha proposto riforme della market structure per mitigare i conflitti d'interesse derivanti dal pagamento per flusso d'ordini (payment for order flow) e per convogliare un maggior numero di ordini retail verso i mercati regolamentati. Contestualmente, si è aperto un dibattito sulla cosiddetta "gamification" del trading: pratiche con cui le app incentivano un'operatività frenetica di investimento tramite notifiche e ricompense virtuali. Il regolatore statunitense ha criticato tali pratiche e avanzato proposte per imporre ai broker di eliminare o neutralizzare i conflitti di interesse impliciti in algoritmi e interfacce che spingono a operare eccessivamente. In Europa e in Italia, pur in un contesto di mercato diverso, vi è stata un'attenzione parallela: CONSOB e le altre autorità UE, di fronte alla vicenda GameStop, hanno riconosciuto il potenziale rischio di analoghe ondate speculative anche sui mercati continentali. Pur ritenendo la presenza di meccanismi come i circuit breakers (sospensioni automatiche delle contrattazioni) e le normative sulle posizioni corte nette un fattore di contenimento, le autorità italiane hanno avviato approfondimenti sulle piattaforme online e sui social network come fonti di informazione finanziaria. In particolare, è stata sollevata la questione se taluni messaggi divulgati sui social media possano configurarsi come raccomandazioni di investimento non conformi al Regolamento UE sugli abusi di mercato (MAR), qualora presentati senza l'aderenza alle regole di trasparenza e correttezza previste. Ciò evidenzia una differenza

²⁵⁹ CONSOB (2023). Relazione per l'anno 2022. Roma: CONSOB.

importante: negli USA l'episodio ha innescato riforme del framework di mercato, mentre in Europa ha soprattutto rafforzato la vigilanza preventiva rispetto a fenomeni nuovi, facendo leva su normative già esistenti (ad es. MAR e MiFID II) per inquadrare i nuovi comportamenti digitali. Sul fronte Mediobanca, invece, le criticità emerse riguardano la governance societaria e la disciplina OPA/OPAS in Italia. La vicenda ha messo a nudo lacune normative che hanno permesso ad azionisti portatori di interessi concorrenti di influire sull'esito di operazioni straordinarie. In assenza di norme che precludano il voto in conflitto d'interessi in assemblea (salvo limitate fattispecie), grandi soci come le famiglie Caltagirone e Del Vecchio, simultaneamente azionisti di Mediobanca e sostenitori dell'OPA concorrente lanciata da MPS, hanno potuto votare contro la proposta del management di Mediobanca cioè la fusione con Banca Generali, determinandone la bocciatura. Il CEO Alberto Nagel ha esplicitamente lamentato come tali azionisti abbiano anteposto interessi legati ad "altre situazioni italiane" rispetto a quelli di Mediobanca, determinando un'occasione persa per la banca e per il mercato finanziario nazionale. Questo esito evidenzia un vulnus regolamentare: a differenza di quanto avviene per gli amministratori, il diritto societario italiano non impedisce ai soci in conflitto di votare, né impone loro di astenersi dichiarando il conflitto, con la conseguenza che incroci azionari e alleanze di potere possono vanificare operazioni industrialmente valide. Inoltre, il peso determinante dell'azionista pubblico, il Ministero dell'Economia detiene ~39% di MPS, e il suo attivo supporto politico all'operazione sollevano interrogativi sull'imparzialità del gioco di mercato. In sintesi, il caso Mediobanca ha rivelato che il framework normativo italiano, pur evolutosi verso standard di mercato aperto, conserva zone grigie sfruttabili da attori dominanti, richiedendo pertanto un aggiornamento per garantire una competizione più leale nelle operazioni di cambio di controllo societario. In terzo luogo, le implicazioni in termini di equità di mercato e tutela degli investitori/minoranza risultano evidenti in entrambi i casi, pur con sfumature diverse. L'integrità dei mercati finanziari è stata messa sotto stress sia dall'azione coordinata dei piccoli trader nel caso GameStop, sia dalle manovre dei grandi azionisti nel caso Mediobanca. Nel primo scenario, si è aperto un dibattito se le autorità dovessero proteggere gli investitori retail da possibili auto-sabotaggi, dato che molti hanno subito perdite dopo l'esplosione della bolla speculativa, o se dovessero piuttosto proteggere il mercato stesso dall'eccesso di volatilità generato dagli investitori retail inesperti. Critici e policymaker si sono interrogati se episodi simili configurino manipolazione del mercato tramite "social herding", oppure semplicemente una nuova manifestazione, anomala ma legittima, della

domanda e offerta. Il rapporto ufficiale della SEC sull'evento ha concluso che, in base ai dati disponibili, non vi sono state manipolazioni illecite orchestrate dai venditori allo scoperto o altri attori istituzionali, pur riconoscendo la necessità di maggior trasparenza sulle posizioni corte. In parallelo, il Congresso USA ha tenuto audizioni per capire se le piattaforme online abbiano agito correttamente sospendendo il trading e se servano nuove tutele per gli investitori come ad esempio: requisiti di capitale per i broker, avvertenze sui rischi nelle app ed educazione finanziaria. Il caso GameStop ha quindi evidenziato un delicato bilanciamento regolativo tra libertà di mercato e protezione degli attori più deboli: da un lato, il libero accesso dei piccoli investitori al mercato può democratizzare la finanza; dall'altro, richiede sistemi di salvaguardia per evitare comportamenti autolesionisti o abusi da parte di soggetti che sfruttino l'inesperienza altrui. Nel caso Mediobanca, il tema dell'equità di mercato si manifesta soprattutto come tutela delle minoranze azionarie e trasparenza nelle operazioni di sistema. La sconfitta della strategia difensiva di Mediobanca a causa di voti condizionati da interessi esterni ha sollevato preoccupazioni sul fatto che gli azionisti di minoranza di Mediobanca, privi di legami con MPS o Generali, abbiano visto frustrate le proprie prospettive di valorizzazione a lungo termine. Inoltre, l'intervento degli organi inquirenti italiani, con la Procura di Milano che, nel 2025, ha acquisito documenti presso investitori istituzionali come Enpam ed Enasarco riguardo ai loro acquisti di azioni Mediobanca e MPS durante la vicenda, indica come vi siano sospetti di possibili irregolarità o concertazioni occulte a danno della parità informativa e del corretto funzionamento del mercato. Tale indagine suggerisce che le autorità intendono far luce su eventuali abusi di mercato nell'ambito del rischio bancario in corso. In definitiva, tanto l'episodio statunitense quanto quello italiano convergono nel mostrare l'importanza di rafforzare i meccanismi di vigilanza ed enforcement a tutela dell'integrità del mercato: che si tratti di monitorare i forum online alla ricerca di schemi manipolativi, o di scrutinare le partecipazioni incrociate e le mosse dei grandi player domestici, l'obiettivo comune è prevenire distorsioni gravi e salvaguardare la fiducia degli investitori nel sistema finanziario. Infine, gli esiti e le lezioni generali da questi due casi delineano un quadro di sfide condivise ma differenti per i regolatori e il mercato. L'onda speculativa di GameStop si è gradualmente esaurita senza compromettere la stabilità complessiva di Wall Street. Ha tuttavia lasciato un segno indelebile, funzionando come un vero e proprio stress test per le regole vigenti e accelerando cambiamenti che, in condizioni normali, avrebbero probabilmente richiesto anni. Allo stesso tempo, l'episodio ha amplificato una tendenza

già in atto: la crescente partecipazione diretta degli individui ai mercati finanziari. Questo fenomeno porta con sé alcuni benefici, come una maggiore democratizzazione e un coinvolgimento più attivo degli investitori nelle decisioni societarie. Ma genera anche nuovi rischi, tra cui un aumento della volatilità, comportamenti imitativi di massa e una diffusione più rapida della disinformazione. Il caso Mediobanca è tuttora in evoluzione ma ha già prodotto un cambiamento strutturale nel panorama italiano: la fusione per incorporazione tra Mediobanca e MPS si va profilando come esito probabile, dato che a settembre 2025 l'OPA/OPAS di MPS ha raccolto adesioni superiori al 60% del capitale di Mediobanca insieme a stime di superare l'80% dopo la riapertura delle adesioni. Si tratta di un evento storico, che sancisce il ritorno di Mediobanca sotto il controllo di un soggetto bancario nazionale, anche più piccolo ma sostenuto dallo Stato, e prelude verosimilmente al delisting della società dal mercato azionario. Come osservato da autorevoli commentatori, “il caso Mediobanca ha dimostrato che dove il diritto difetta e la politica eccede, l'azionariato non resta diffuso a lungo, ma torna inevitabilmente a concentrarsi nelle mani di pochi”²⁶⁰ In altri termini, l'esperienza italiana insegna che senza un solido impianto di regole a tutela della public company e senza un argine alle ingerenze politiche nell'economia, i mercati tendono a ritornare verso strutture oligarchiche di controllo. Questa constatazione risuona in parallelo con la lezione del caso GameStop: in assenza di adattamenti normativi, l'evoluzione tecnologica e sociale può mettere in crisi i presupposti su cui si basano le regole esistenti che davano per invisibile o irrilevante il piccolo investitore, o per improbabile un'OPA ostile sostenuta dallo Stato. Entrambi i casi, ciascuno a suo modo, sottolineano dunque l'urgenza di modernizzare la regolazione dei mercati finanziari su più fronti. In conclusione, la sintesi dei risultati evidenzia un filo conduttore: l'esigenza di riforme ed interventi correttivi per colmare il divario tra la realtà attuale dei mercati e un quadro normativo tarato su scenari ormai superati. Da un lato, occorre aggiornare gli strumenti di vigilanza e regolazione per far fronte ai fenomeni emersi con la digitalizzazione della finanza e la nuova centralità degli investitori retail, ad esempio implementando le riforme già avviate in tema di infrastruttura di mercato, trasparenza e correttezza delle piattaforme di trading. Dall'altro lato risulta indispensabile intervenire sul piano normativo-istituzionale per rafforzare la governance e la tutela della concorrenza nel contesto europeo e italiano, ad esempio introducendo regole più stringenti sui conflitti di interesse assembleari

²⁶⁰ Bebchuk, L.A. (1994). Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control. *Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 957–993

e garantendo che le operazioni straordinarie avvengano secondo logiche di mercato e non per indirizzi politici. Solo attraverso tali miglioramenti sarà possibile coniugare efficacemente innovazione finanziaria e stabilità di sistema, assicurando che sia i piccoli risparmiatori sia gli investitori istituzionali operino in un ambiente equo, trasparente e orientato alla crescita sostenibile.²⁶¹

²⁶¹ OECD (2023). OECD Corporate Governance Factbook 2023.

Bibliografia

Abbadessa, P. (2013). Manuale di diritto commerciale. Torino: Giappichelli.

Disponibile su: <https://www.giappichelli.it/>

Armour, J. and Skeel, D.A. (2007). Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation. *Georgetown Law Journal*, 95(6), pp. 1727–1794.

Disponibile su: https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/137/

BaFin (2021). Annual Report 2021. Bonn/Frankfurt: Federal Financial Supervisory Authority.

Disponibile su: <https://www.bafin.de/>

Bank for International Settlements (2021). Retail participation in equity markets and implications for market structure. Basel: BIS.

Disponibile su: <https://www.bis.org/>

BCE/ECB (2015). The financial risk-taking channel of monetary policy. Frankfurt am Main: European Central Bank.

Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/>

Bebchuk, L.A. (1994). Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control. *Quarterly Journal of Economics*, 109(4), pp. 957–993.

Disponibile su: <https://www.jstor.org/stable/2118355>

Bebchuk, L.A. and Hart, O. (2002). Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control. NBER Working Paper No. 8633.

Disponibile su: <https://www.nber.org/papers/w8633>

Bianchi, M. and Enriques, L. (2001). Corporate Governance in Italy after the 1998 Reform: What Role for Institutional Investors? ECGI Working Paper Series in Law.

Disponibile su: <https://ecgi.global/working-paper/corporate-governance-italy-after-1998-reform>

Campobasso, G.F. (2015). *Diritto Commerciale, Volume 3: Diritto delle Società*. Torino: UTET.

Disponibile su: <https://www.utetgiuridica.it/>

CONSOB (2019). *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione*. Quaderno di Finanza, n. 89

CONSOB (2023). *Relazione per l'anno 2022*. Roma: CONSOB.

Disponibile su: <https://www.CONSOB.it/>

CONSOB (s.d.). In caso di offerta pubblica di acquisto (OPA). Roma: CONSOB.

Disponibile su: <https://www.CONSOB.it/>

Enriques, L. (2004). The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization without Foundation? *European Company and Financial Law Review*, 1(4), pp. 440–463.

Disponibile su: <https://www.degruyter.com/journal/key/ecfr/html>

Enriques, L. and Gatti, M. (2008). Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to Be Better Safe than Sorry. *European Business Organization Law Review*, 9(4), pp. 647–673.

Disponibile su: <https://link.springer.com/article/10.1017/S1566752908006476>

European Commission (2020). Capital Markets Union – High Level Forum Final Report. Brussels: European Commission.

Disponibile su: https://ec.europa.eu/info/publications/cmu-high-level-forum-final-report_en

European Parliament and Council (2014). Regulation (EU) No 596/2014 on market abuse (MAR). Official Journal of the European Union. Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/>

European Parliament and Council (2014). Regulation (EU) No 600/2014 on markets in financial instruments (MiFIR). Official Journal of the European Union.

Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/>

European Parliament and Council (2017). Directive (EU) 2017/828 (SRD II) amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement. Official Journal of the European Union.

Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/>

Ferrarini, G. (2000). Shareholder Rights, Shareholder Value and the Coordination of European Corporate Governance. *European Company and Financial Law Review*, 2(3), pp. 251–285.

Disponibile su: <https://www.degruyter.com/journal/key/ecfr/html>

Ferrarini, G. (2005). Corporate Governance e mercato del controllo societario in Italia. *Rivista delle Società*, 50(2), pp. 241–276.

Disponibile su: <https://www.rivisteweb.it/>

Hopt, K.J. (2011). Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation. *American Journal of Comparative Law*, 59(1), pp. 1–73.

Disponibile su: <https://academic.oup.com/ajcl>

IOSCO (2023). Retail Market Conduct Task Force – Final Report (FR05/23). Madrid: IOSCO.

Disponibile su: <https://www.iosco.org/>

Lener, R. (2021). *Le offerte obbligatorie: profili generali*. Roma: Università di Roma Tor Vergata.

Disponibile su: <https://economia.uniroma2.it/>

Manne, H.G. (1965). Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 73(2), pp. 110–120.

Disponibile su: <https://www.jstor.org/stable/1829527>

Marchetti, P. (2010). Le regole dell'OPA obbligatoria nel sistema del TUF. *Giurisprudenza Commerciale*, 37(1), pp. 1–45.

Disponibile su: <https://www.rivisteweb.it/>

Nenova, T. (2003). The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis. *Journal of Financial Economics*, 68(3), pp. 325–351.

Disponibile su: <https://www.sciencedirect.com/journal/journal-of-financial-economics>

Parlamento Europeo e Consiglio (2004). Direttiva 2004/109/CE (Transparency Directive). *Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea*.

Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/>

Repubblica Italiana (1998). Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Testo Unico della Finanza (TUF), artt. 101-bis, 106–108. Roma: *Gazzetta Ufficiale*.

Disponibile su: <https://www.normattiva.it/>

Rordorf, R. (2001). L'OPA obbligatoria e la tutela delle minoranze. *Rivista di diritto civile*, 47(3), pp. 345–372.

Disponibile su: <https://www.jstor.org/>

Rossi, S. and Volpin, P. (2004). Cross-country Determinants of Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74(2), pp. 277–304.

Disponibile su: <https://www.sciencedirect.com/journal/journal-of-financial-economics>

ThinkAdvisor (2021). Robinhood CEO testifies before Congress. New York: ThinkAdvisor.

Disponibile su: <https://www.thinkadvisor.com/>

U.S. Congress (1968). Williams Act. Washington, DC: U.S. Government Publishing Office.

Disponibile su: <https://www.congress.gov/>

U.S. House Committee on Financial Services (2022). Game Stopped? Who Wins and Loses When Short Sellers, Social Media, and Retail Investors Collide. Washington, DC.

Disponibile su: <https://financialservices.house.gov/>

Ventoruzzo, M. (2008). Takeover Regulation as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking UK Rules to Continental Europe. *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 29(2), pp. 475–558.

Disponibile su: <https://heinonline.org/>

Wymeersch, E. (2006). The Takeover Directive and Its Implementation in the Member States of the European Union. *European Company and Financial Law Review*, 3(3), pp. 243–298.

Disponibile su: <https://www.degruyter.com/journal/key/ecfr/html>

Sitografia

Axios (2021) SEC will look to “freshen up” equity market’s structure, chair says. Washington, DC: Axios.

Borsa Italiana (s.d.) Azioni di concerto – definizione. Milano: Borsa Italiana.

Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/azione-di-concerto.html>

Borsa Italiana (s.d.) Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) – definizione e funzioni. Milano: Borsa Italiana.

Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa.htm>

CONSOB (2010) Linee guida sulla disciplina delle azioni di concerto. Documento di consultazione. Roma: CONSOB.

Disponibile su:

https://www.CONSOB.it/documents/11973/5638890/consultazione_emittenti_20101006_all_6.pdf

CONSOB. (2020). *OPA in Italia*. Occasional Report

CONSOB (2024) Le offerte pubbliche svolte in Italia nel periodo 2020–2023. Occasional Report. Roma: CONSOB.

Disponibile su: https://www.CONSOB.it/web/area-pubblica/or_opa-in-italia

ESMA (2013) Update of the Committee of European Securities Regulators (CESR) recommendations on the consistent implementation of the EU market abuse framework.

Paris: ESMA.

ESMA (2021) Final Report – MiFID II/MiFIR review report on algorithmic trading.

Paris: ESMA.

ESMA (s.d.) Takeover Bids – Issuer disclosure. Paris: ESMA.

Disponibile su: <https://www.esma.europa.eu/issuer-disclosure/takeover-bids>

European Parliament and Council (2004) Directive 2004/25/EC on takeover bids. Official Journal of the European Union.

Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32004L0025>

LaPresse (2025) MPS closes offer on Mediobanca at 62.3%: a new competitive force is born.

Milan: LaPresse.

Disponibile su: <https://uk.lapresse.it/economy-en/2025/09/09/mps-closes-offer-on-mediobanca-at-62-3-a-new-competitive-force-among-sector-leaders-is-born/>

OECD (2017) The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance.

Paris: OECD.

OECD (2023) G20/OECD Principles of Corporate Governance. Paris: OECD.

Disponibile su: <https://www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance/>

OECD (2023) OECD Corporate Governance Factbook 2023. Paris: OECD.

Disponibile su: <https://www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm>

Picco, F., Ponziani, V., Trovatore, G. e Ventoruzzo, M. (2021) Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione. Quaderni di Finanza, n. 9. Roma: CONSOB.

Disponibile su: https://www.CONSOB.it/web/area-pubblica/abs-dp/-/asset_publisher/hXGycwV5V5rC/content/d-1/11973

Repubblica Italiana (2007) Regolamento Emittenti CONSOB n. 11971/1999 e s.m.i. Roma: CONSOB.

Reuters (2020) Italy's Del Vecchio asks ECB permission to increase his Mediobanca stake to up to 20%. London: Reuters.

Disponibile su: <https://www.reuters.com/article/markets/italys-del-vecchio-asks-ecb-permission-to-increase-his-mediobanca-stake-to-up-t-idUSL8N2DD071>

Reuters (2022) ECB tells Italy's Del Vecchio he cannot hold more than 20% in Mediobanca. London: Reuters.

Disponibile su: <https://www.reuters.com/markets/deals/ecb-tells-italys-del-vecchio-he-cannot-hold-more-than-20-mediobanca-paper-2022-05-18>

SEC (2021) Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021. Washington, DC: U.S. Securities and Exchange Commission.

Disponibile su: <https://www.sec.gov/news/studies/2021/equity-options-market-structure-conditions-early-2021-staff-report.pdf>

Assonime (2022) Note e Studi n. 5/2022 – Le OPA obbligatorie e la disciplina del mercato del controllo societario. Roma: Assonime.

Disponibile su: <https://www.assonime.it/attivita-editoriale/note-e-studi/note-e-studi-5-2022/>