

Quaderni della rivista di diritto privato

Diretti da

Giorgio De Nova

Direzione

Roberto Calvo
Giorgio De Nova
Massimo Franzoni
Enrico Gabrielli
Pietro Antonio Lamorgese
Raffaele Lener
Edoardo Marcenaro
Giuseppe Minniti
Stefano Pagliantini
Vincenzo Roppo
Giuliana Scognamiglio

Comitato scientifico

Giorgio De Nova
Enrico Gabrielli
Natalino Irti
Pietro Rescigno
Paolo Spada
Giuseppe Vettori

ISBN 979-12-5965-252-2



9 791259 652522

€ 22,00



Serenella Sabina Luchena Offerta pubblica di acquisto e regime derogatorio

Quaderni della rivista di diritto privato

Serenella Sabina Luchena

Offerta pubblica di acquisto e regime derogatorio

CACUCCI  EDITORE
BARI

Serenella Sabina Luchena è professore aggregato di diritto commerciale presso il dipartimento di scienze dell'economia dell'università del Salento.

Il rapporto esistente tra l'offerta pubblica di acquisto totalitaria successiva e il regime derogatorio è stato oggetto, dall'introduzione della normativa in materia di opa obbligatoria (con la l. n. 149/1992) ad oggi, di una serie di interventi legislativi che hanno modificato profondamente la disciplina. Nel vigore della l. n. 149/92 a fronte di un obbligo di offerta derivante dall'acquisizione del controllo o dalla volontà di acquisirlo era prevista una sola fattispecie esimente determinata in modo puntuale dalla normativa primaria e finalizzata ad escludere l'obbligo di offerta nell'ipotesi in cui non si fosse verificato un sostanziale mutamento della situazione di controllo. Con il d. lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria) e i successivi interventi legislativi, la disciplina dell'opa obbligatoria è stata profondamente innovata con la previsione di un regime derogatorio "semirigido": a fronte di un obbligo di offerta ricollegato al superamento di determinate soglie sono state individuate una pluralità di fattispecie esimenti. La molteplicità delle esenzioni e l'impossibilità di ricondurle alla medesima *ratio* ha condotto l'Autore, dopo un'analisi comparatistica, ad interrogarsi sulla natura delle ipotesi esimenti e sugli interessi sottesi a ciascuna di esse, in ragione dell'ampio potere riconosciuto alla Consob di definire sul piano regolamentare il perimetro di operatività della maggior parte delle ipotesi di esenzione (potere regolamentare *ex ante*) e la possibilità di individuare ulteriori fattispecie esimenti riconducibili, per identità di *ratio*, a quelle legislativamente previste (potere amministrativo *ex post*).

Quaderni della
rivista di
diritto privato

Serenella Sabina Luchena

**Offerta pubblica di acquisto
e regime derogatorio**

CACUCCI  EDITORE
BARI

Quaderni della rivista di diritto privato

Comitato scientifico: Giorgio De Nova, Enrico Gabrielli, Natalino Irti, Pietro Rescigno, Paolo Spada, Giuseppe Vettori

Direttore: Giorgio De Nova

Direzione: Roberto Calvo, Giorgio De Nova, Massimo Franzoni, Enrico Gabrielli, Pietro Antonio Lamorgese, Raffaele Lener, Edoardo Marcenaro, Giuseppe Minniti, Stefano Pagliantini, Vincenzo Roppo, Giuliana Scognamiglio

Comitato di valutazione scientifica: Pietro Abbadessa, Fabio Addis, Maria Teresa Alvarez Moreno, Roberto Amagliani, Franco Anelli, Francesco Astone, Angelo Barba, Ciro Caccavale, Roberto Calvo, Carmelita Camardi, Cristina Campiglio, Paolo Carbone, Antonio Carrabba, Donato Carusi, Angelo Chianale, Alessandro Ciatti, Mario Cicala, Nicola Cipriani, Paoloefisio Corrias, Gastón Fernández Cruz, Carlos De Cores, Pierre de Gioia Carabellese, Francesco Delfini, Enrico del Prato, Rocco Favale, Angelo Federico, Luis Leiva Fernández, Giovanni Furgiuele, Andrea Fusaro, Andrea Genovese, Fulvio Gigliotti, Gregorio Gitti, Attilio Gorassini, Carlo Ibba, Michele Lobo, Francesco Macario, Vincenzo Meli, Raffaella Messinetti, Enrico Minervini, Massimo Miola, Salvatore Monticelli, Romulo Morales Hervias, Mario Notari, Gustavo Olivieri, Andrea Orestano, Fabio Padovini, Lucia Picardi, Pascal Pichonnaz, Paolo Pollice, Giacomo Porcelli, Giuseppe B. Portale, Vincenzo Ricciuto, Carlo Rimini, Antonio Rizzi, Francesco Rossi, Davide Sarti, Michele Sesta, Gianluca Sicchiero, Michele Tamponi, Federico Tassinari, Daniela Valentino, Francesco Venosta, Gian Roberto Villa, Lihong Zhang, Andrea Zoppini

Comitato editoriale: Giorgio Afferni, Andrea Azzaro, Claudia Benanti, Elsa Bivona, Ernesto Capobianco, Lisia Carota, Matteo Dellacasa, Fabrizio di Marzio, Massimo Di Rienzo, Amalia Diurni, Aldo Angelo Dolmetta, Fiorenzo Festi, Antonio Fici, Giancarlo Laurini, Giorgio Lener, Renato Marini, Giacomo Oberto, Paolo Pardolesi, Andrea Pisani Massamormile, Maria Elena Quadrato, Mariano Robles, Rita Rolli, Renato Rordorf, Luigi Salamone, Luigi Salvato, Laura Schiuma, Maurizio Sciuto, Anna Scotti, Marco Tatarano, Giovanni Maria Uda, Carlo Venditti, Fabrizio Volpe

CRITERI DI SELEZIONE DEI VOLUMI PUBBLICATI

La valutazione di tutti i contributi oggetto di pubblicazione viene effettuata in totale anonimato secondo il sistema “double blind”, in osservanza di quanto prevede il Regolamento ANVUR, da un soggetto terzo, di volta in volta, individuato dalla Direzione, secondo le sue specifiche competenze nelle aree tematiche di pertinenza del contributo sottoposto a valutazione nell’ambito del Comitato di Valutazione composto da soggetti autonomi rispetto agli Organi della Rivista. Solo in casi eccezionali la Direzione assume direttamente la responsabilità della pubblicazione segnalando la circostanza e le relative motivazioni in una nota nella prima pagina del contributo.

L’Autore di uno scritto che aspiri ad essere pubblicato in questi Quaderni deve inviare il proprio lavoro alla Redazione, la quale svolgerà un esame preliminare concernente:

- la attualità del contributo;
- la pertinenza dell’argomento oggetto del contributo con le materie trattate dai Quaderni.

In caso di accettazione del contributo per la sottoposizione alla procedura di referaggio, il Direttore, o un componente della Direzione, invia il contributo ad uno o più esperti del tema trattato, designati preferibilmente fra i componenti del Comitato di Valutazione.

Il revisore (o i revisori) formulerà (o formuleranno) il proprio giudizio, tenendo conto dei seguenti parametri:

- correttezza e coerenza dell’impostazione metodologica;
- originalità dello scritto;
- adeguatezza della bibliografia e della giurisprudenza citate;
- chiarezza espositiva.

Sulla base di tali parametri, l’esito del referaggio può comportare: un giudizio di idoneità alla pubblicazione senza modifiche; un giudizio di idoneità alla pubblicazione, subordinato al previo apporto di modifiche e/o integrazioni (che verranno indicate all’Autore); un giudizio di non idoneità alla pubblicazione.

In caso di giudizio discordante fra più revisori, la decisione finale verrà assunta dal Direttore.

In caso di contributi provenienti da Autori di particolare fama o prestigio, il Direttore, sotto la sua responsabilità, può decidere di pubblicare il contributo, senza sottoporlo alla procedura di referaggio.

*L'Archivio della Casa Editrice Cacucci, con decreto prot. n. 953 del 30.3.2022 della Soprintendenza Archivistica e Bibliografica della Puglia-MiC, è stato dichiarato **di interesse storico particolarmente importante** ai sensi degli articoli 10 c. 3, 13, 14 del d. lgs. n. 42/2004.*

PROPRIETÀ LETTERARIA RISERVATA

© 2023 Cacucci Editore – Bari

Via Nicolai, 39 – 70122 Bari – Tel. 080/5214220

<http://www.cacuccieditore.it> e-mail: info@cacucci.it

Ai sensi della legge sui diritti d'Autore e del codice civile è vietata la riproduzione di questo libro o di parte di esso con qualsiasi mezzo, elettronico, meccanico, per mezzo di fotocopie, microfilms, registrazioni o altro, senza il consenso dell'autore e dell'editore.

Indice

CAPITOLO I

Opa obbligatoria e regime derogatorio: profili evolutivi e comparativistici

1. L'offerta pubblica di acquisto obbligatoria e l'ipotesi di esenzione nella legge n. 149/92 9
2. (*Segue*): L'ambito applicativo del regime derogatorio oltre il dato legislativo e il problematico esercizio dei poteri regolamentari da parte della Consob 16
3. L'offerta pubblica di acquisto obbligatoria e le ipotesi esimenti alla luce dell'attuale sistema normativo 20
4. Il regime derogatorio quale strumento di "cheks and balances" e i poteri della Consob nella determinazione di un punto di equilibrio "ragionevole" tra gli interessi sottesi al trasferimento del controllo societario 37
5. (*Segue*): L'attività regolamentare della Consob e i principi generali dettati dalla direttiva comunitaria e dalla normativa nazionale, tra tutela dell'investitore ed efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali 40
6. Regime derogatorio e obbligo di offerta nell'ordinamento francese: l'ampia autonomia della *Autorité des marchés financiers* nella determinazione del punto di equilibrio tra gli interessi sottesi alla disciplina dell'opa obbligatoria 50
7. Il *City Code on Takeovers and Mergers* quale codice di regolamentazione dei mercati finanziari inglesi e i poteri del Panel nella disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria e del relativo regime derogatorio 61

CAPITOLO II

Presupposti e funzione dell'opa obbligatoria

SEZIONE PRIMA

**L'offerta pubblica di acquisto obbligatoria
e la rilevanza del tema del controllo**

- | | | |
|----|---|-----|
| 1. | L'offerta pubblica di acquisto obbligatoria: la fattispecie costitutiva | 75 |
| 2. | (<i>Segue</i>): La nozione di detenzione e la sua rilevanza ai fini del controllo | 77 |
| 3. | (<i>Segue</i>): La stretta correlazione tra l'entità delle soglie rilevanti ai fini dell'obbligo di offerta e il tema del controllo | 80 |
| 4. | La "presenza di altri soci che detengono il controllo" quale elemento integrativo della fattispecie costitutiva dell'obbligo di opa | 93 |
| 5. | (<i>Segue</i>): La concreta applicazione dell'esenzione concernente "la presenza di altri soci che detengono il controllo" ai sensi dell'art. 106, co. 6, TUF | 105 |
| 6. | La presenza "di altro socio che detenga una partecipazione più elevata": limite al di sotto del quale il mercato è in grado di auto-equilibrarsi | 105 |
| 7. | Prime osservazioni sull'inquadramento generale del regime derogatorio e delimitazione del suo ambito applicativo | 107 |

SEZIONE SECONDA

L'offerta pubblica di acquisto obbligatoria: profilo funzionale

- | | | |
|-----|---|-----|
| 8. | La problematica funzione dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria | 111 |
| 9. | La "regola della parità": determinazione della sua portata sulla base della complessiva posizione dei soggetti, detentori di strumenti finanziari, rispetto al trasferimento di un controllo potenziale e stabile | 114 |
| 10. | La "regola della parità" nella tutela dell'investitore e l'efficienza del mercato del controllo societario quali elementi definitori della funzione dell'opa obbligatoria | 118 |

CAPITOLO III

Il regime derogatorio: natura e ambito applicativo

1. La diversa natura delle ipotesi di esenzione all'opa obbligatoria e il loro diverso ambito applicativo 127

SEZIONE PRIMA

Le esenzioni che operano nella medesima logica dell'opa obbligatoria tutelando gli stessi interessi e garantendo il rispetto del medesimo punto di equilibrio

2. L'offerta pubblica di acquisto preventiva totalitaria quale strumento di garanzia per la tutela degli interessi sottesi al meccanismo dell'opa obbligatoria 129
3. L'esenzione concernente i trasferimenti dei titoli previsti dall'art. 105 TUF tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione quale strumento di contemperamento tra l'esigenza di riorganizzazione del gruppo e l'esigenza di tutela degli azionisti di minoranza (azionisti esterni) 138
4. (*Segue*): La concreta applicazione dell'esenzione concernente i trasferimenti infragruppo ai sensi dell'art. 106, co. 6, TUF 142
5. Le operazioni aventi carattere temporaneo e il mancato mutamento potenziale dell'assetto proprietario 143
6. L'esenzione concernente la stipulazione di un patto, anche nullo, a norma dell'art. 122 TUF quale punto di equilibrio tra l'esigenza di favorire la normale dialettica societaria e l'esigenza di bloccare comportamenti elusivi dei soci 146

SEZIONE SECONDA

Le esenzioni che operano come eccezioni rispetto all'opa obbligatoria tutelando interessi diversi e attuando uno spostamento del punto di equilibrio

7. Le operazioni dirette al salvataggio di società in crisi e la rilevanza delle ragioni sottostanti al trasferimento del controllo, ragioni connesse all'esigenza di salvaguardare l'impresa come complesso produttivo 151

8.	Le esenzioni concernenti le operazioni di fusione e di scissione e la rilevanza delle esigenze di razionalizzazione e riorganizzazione imprenditoriale	160
9.	Le cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente quali eccezioni all'obbligo di offerta data la rilevanza del profilo volontaristico nell'acquisizione del controllo potenziale e stabile	165
10.	Le esenzioni concernenti gli acquisti a titolo gratuito e la loro estraneità a qualsiasi logica di tipo economico	169
11.	L'esenzione dall'obbligo di offerta prevista nello statuto delle PMI e l'esigenza di tutelare l'interesse concernente la promozione della quotazione delle stesse	171

CAPITOLO IV

Offerta pubblica di acquisto preventiva parziale

1.	L'opa preventiva parziale quale strumento di bilanciamento della "rigidità" dell'opa totalitaria	173
2.	L'opa preventiva parziale e le condizioni per la sua operatività	176
3.	(Segue): divieto di acquisti preventivi	179
4.	(Segue): approvazione dei soci	180
5.	(Segue): autorizzazione della Consob	184
6.	Restrizioni all'esenzione per operazioni compiute nei dodici mesi successivi all'offerta preventiva parziale	185
	Bibliografia	189

Quaderni della rivista di diritto privato

1. ROSARIA ROMANO (a cura di), *Confini e intersezioni della proprietà intellettuale oggi*, 2017.
2. CLAUDIA CONFORTINI, *Garanzia autonoma e interessi usurari*, 2022.
3. ROBERTO CALVO, *Il negozio giuridico. Saggi*, 2022.
4. VALENTINA DI GREGORIO, *I contratti di “servizi”. Contributo allo studio del sotto-tipo*, 2022.
5. BARBARA FRANCONI, *La rilevanza dei controlli interni nelle società per azioni: soluzioni organizzative*, 2022.
6. SERENELLA SABINA LUCHENA, *Offerta pubblica di acquisto e regime derogatorio*, 2023.