

Studi sul diritto delle imprese

diretti da
Andrea Zoppini

MONOGRAFIE

07

Direttore

ANDREA ZOPPINI
Università degli Studi Roma Tre

Comitato scientifico

VINCENZO ZENO-ZENCOVICH
Università degli Studi Roma Tre

LUIGI NONNE
Università degli Studi di Sassari

GIORGIO RESTA
Università degli Studi Roma Tre

Studi sul diritto delle imprese

diretti da

Andrea Zoppini

MONOGRAFIE

La collana Studi sul diritto delle imprese intende promuovere un rinnovato spazio per la riflessione giuridica, animato da contributi monografici volti a indagare le più rilevanti problematiche poste all'operatore del diritto, pratico e teorico, dalle attuali esigenze di regolazione dei rapporti produttivi e di consumo, e dalle più moderne forme di organizzazione dell'attività imprenditoriale.

Il diritto dello sviluppo economico si confronta oggi, tra l'altro, con gli sconvolgimenti imposti dalle rapidissime evoluzioni del capitalismo tecnologico, e con la sua evidente dimensione sovra-nazionale. Ciò solleva rinnovate questioni nell'analisi dei processi di mercato, e delle loro implicazioni, non necessariamente di rilievo patrimoniale, nei rapporti tra i consociati, e poi tra questi e le autorità "pubbliche", diversamente dislocate nell'arena internazionale.

La dottrina giuridica è quindi chiamata a rivisitare tradizionali categorie concettuali, come quelle poste alla base della distinzione tra diritto pubblico e privato, così come la rigida settorializzazione tra le aree civilistica e commercialistica, in una rinnovata prospettiva d'indagine aperta alla comparazione e ai contributi provenienti da altre scienze sociali.

Il presente lavoro si inserisce nell'ambito del progetto "Innovazione e vulnerabilità: problemi giuridici e tutele" del Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università di Macerata (finanziamento MUR, programma: Dipartimenti di Eccellenza 2023-27). Esso rappresenta inoltre lo sviluppo in veste monografica del contributo destinato al *Trattato delle offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. Stella Richter jr – G. Sandrelli, Torino.

Classificazione Decimale Dewey:

346.4506 (23.) DIRITTO DELLE ORGANIZZAZIONI (ASSOCIAZIONI). ITALIA

LAURA MARCHEGIANI

**L'OBBLIGO
E IL DIRITTO DI ACQUISTO
NELLA DISCIPLINA DELLE OPA**





©

ISBN
979-12-218-1617-4

PRIMA EDIZIONE
ROMA 27 DICEMBRE 2024

INDICE

- 9 CAPITOLO I
Evoluzione e fondamento degli istituti dell'obbligo e del diritto
di acquisto
1.1. Premesse, 9 – 1.2. Dati normativi e inquadramento sistematico, 11 –
1.3. L'evoluzione della disciplina, 15 – 1.4. Presupposti applicativi generali,
27 – 1.5. Le due fattispecie dell'obbligo di acquisto, 34 – 1.6. Il diritto di
acquisto, 42.
- 51 CAPITOLO II
Aspetti operativi e profili problematici
2.1. Modalità di adempimento degli obblighi, 51 – 2.2. La struttura dell'ob-
bligo di acquisto "eventuale" tra facoltà e obbligazione, 59 – 2.3. Il ripristino
del flottante: modalità operative e criticità applicative, 64 – 2.4. La determi-
nazione del prezzo, 67 – 2.5. Inadempimento e rimedi. Cenni, 70 – 2.6. Con-
siderazioni conclusive, 74.
- 79 *Bibliografia*

CAPITOLO I

EVOLUZIONE E FONDAMENTO DEGLI ISTITUTI DELL'OBBLIGO E DEL DIRITTO DI ACQUISTO

1.1. Premesse

Un'analisi della disciplina dell'obbligo e del diritto di acquisto, nel contesto sistematico delle Opa, appare opportuna considerando il momento particolarmente delicato che i mercati dei capitali italiani ed europei stanno attraversando. Il crescente fenomeno del *delisting*, la scarsa attrattività dei mercati regolamentati per le Pmi e l'esigenza di garantire adeguati strumenti di tutela agli investitori hanno portato il legislatore italiano, in linea con le iniziative europee del *Listing Act Package*, a ripensare complessivamente il quadro normativo esistente in un tentativo di rilanciare il mercato dei capitali nazionale.

In questo contesto, la l. 5 marzo 2024, n. 21, usualmente denominata "legge capitali" prevede una delega al Governo per una riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali, inclusa la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto stabilendo, all'art. 19, comma 2, lett. f) di «prevedere il riordino e l'aggiornamento della disciplina in materia di pubblico risparmio, con particolare riguardo alle offerte al pubblico di titoli e alle offerte pubbliche di acquisto e di scambio».

La riforma avviata dalla legge capitali¹ è stata preceduta dalla pubblicazione di un Libro verde su «La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita» da parte del Ministero dell'economia e

¹ Si tratta, come è ben stato sottolineato, di una riforma ambiziosa per la molteplicità dei contenuti, ma anche peculiare per la tecnica legislativa composita di cui si avvale, con il rischio non marginale di incorrere in rapide contraddizioni tra norme immediatamente operative e

delle finanze² e da un rapporto Oecd dedicato all'analisi del mercato dei capitali italiano³. Essa si inserisce in un più ampio processo di revisione della regolamentazione dei mercati finanziari a livello europeo, caratterizzato dall'obiettivo fondamentale di semplificare e di facilitare l'accesso delle imprese, soprattutto medio-piccole, ai mercati dei capitali preservando al contempo gli elevati standard di tutela degli investitori che mantengono rilievo cruciale nel sistema finanziario dell'area UE.

Gli istituti dell'obbligo e del diritto di acquisto, oggetto del presente contributo, sono stati incisi solo marginalmente dagli ultimi interventi normativi⁴ e continuano a rappresentare un tassello fondamentale della disciplina dell'Opa, collocandosi nel punto di equilibrio tra la tutela delle minoranze azionarie e l'interesse dell'azionista di controllo a realizzare operazioni efficienti di consolidamento della propria posizione.

La loro rilevanza pratica è testimoniata dal crescente numero di operazioni di *delisting* registrate negli ultimi anni, che hanno evidenziato l'importanza di meccanismi efficaci per gestire la fase finale delle acquisizioni societarie con soluzioni che assicurino l'equilibrio tra tutela degli investitori, degli emittenti e del mercato in generale.

Il tema assume particolare rilievo anche alla luce delle specificità del contesto italiano, caratterizzato da una forte concentrazione proprietaria e dalla presenza prevalente di imprese familiari. In questo quadro,

risultati delle riforme settoriali nel frattempo delegate, F. VELLA, *Ancora illusioni perdute?*, in *Giur. comm.*, 2024, I, p. 545 ss. L'intento di trasformare «imprese familiari e personali in società anonime», in cui Cesare Vivante ravvisava il connotato funzionale della moltiplicazione dei diritti di voto, può ben essere riconosciuto negli obiettivi di politica legislativa oggi perseguiti dalla legge capitali, come osserva M. MAUGERI, *Corporate Governance e assemblea dei soci nella Rivista di Diritto Commerciale del Novecento*, ivi, 2024, I, p. 83 ss.

² Il documento, pubblicato nel 2022 e disponibile all'indirizzo <https://tinyurl.com/mutnhfdn>, è stato predisposto con la partecipazione di esponenti di autorità di vigilanza e di associazioni di categoria e ha avviato una discussione aperta, attraverso una consultazione pubblica che ha coinvolto ampiamente gli operatori di mercato, sui possibili interventi volti a favorire lo sviluppo e la competitività dei mercati finanziari con la creazione di una strutturale convergenza tra imprese e mercato, in un ambiente regolatorio razionale, semplificato, flessibile e efficace.

³ OECD, *Capital Market Review of Italy 2020, Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*, disponibile all'indirizzo <https://tinyurl.com/y4fwvupz>.

⁴ Una indiretta e non sostanziale modifica della fattispecie dell'obbligo di acquisto prevista e disciplinata dall'art. 108, comma 2, t.u.f. è infatti ricollegabile all'abrogazione, da parte dell'art. 6, l. n. 21 del 2024, della parte dell'art. 112, comma 1, t.u.f. in cui si attribuiva alla Consob il potere di elevare *singulatim* la percentuale indicativa dell'illiquidità dei titoli oltre il 90% previsto per l'attivazione dell'obbligo di acquisto alternativo al ripristino del flottante.