

INDICE SOMMARIO

<i>Introduzione.</i>	1
--------------------------------	---

CAPITOLO PRIMO

RAGIONI ED OBIETTIVI DI UNA NORMATIVA SPECIALE IN MATERIA DI TRASFERIMENTO E CONSOLIDAMENTO DEL CONTROLLO DI SOCIETÀ QUOTATE

1. La nozione e l'obiettivo dell'efficienza economica nei trasferimenti di partecipazioni azionarie di controllo e di minoranza in società quotate.	11
2. Le condizioni per una circolazione efficiente delle partecipazioni azionarie in società quotate.	18
3. Perché è necessario tutelare gli investitori nel quadro della circolazione delle partecipazioni azionarie in società quotate	19
3.1. Il significato da attribuirsi al precetto della tutela degli investitori	25
3.2. Gli effetti redistributivi delle norme a tutela degli investitori . .	32
3.3. I confini di una tutela degli investitori ottimale	34
3.4. Efficienza economica e tutela degli investitori nello specifico contesto dei trasferimenti di partecipazioni azionarie in società quotate.	37
4. Il problema della tutela degli <i>stakeholder</i> non azionisti.	42
5. La nozione di valore azionario che rileva nell'accertamento dell'efficienza dei trasferimenti di partecipazioni azionarie in società quotate . . .	51
6. Efficienza ed equità nelle operazioni di mutamento degli assetti proprietari di società quotate secondo il paradigma del « <i>market standard</i> » . .	55
7. Efficienza ed equità nelle operazioni di mutamento degli assetti proprietari di società quotate secondo il paradigma del « <i>sole owner standard</i> ».	61
7.1. (<i>Segue</i>) Il modello di negoziazione ideale per il trasferimento e consolidamento del controllo di società quotata derivante dal paradigma del <i>sole owner standard</i>	65
8. <i>Market standard</i> e <i>sole owner standard</i> a confronto e selezione del paradigma più convincente ai fini del presente lavoro	70

CAPITOLO SECONDO

FALLIMENTI CONTRATTUALI, DI MERCATO E REGOLAMENTARI
NEL TRASFERIMENTO E CONSOLIDAMENTO DEL CONTROLLO
DI SOCIETÀ QUOTATE

1.	Il metodo di lavoro impiegato e i suoi obiettivi	79
2.	L'essenza della situazione negoziale sottostante alla proposizione di un tentativo di acquisizione di società quotata: premessa	82
3.	Tassonomia dei fallimenti di mercato che possono ostacolare tentativi di acquisizione efficienti	88
3.1.	Il problema del « <i>free riding</i> ».	89
3.2.	Il problema del « <i>hold-out</i> ».	96
3.3.	Il problema della separazione tra proprietà e controllo nella società <i>target</i>	102
4.	Tassonomia dei fallimenti di mercato e contrattuali che possono favorire tentativi di acquisizione inefficienti	106
4.1.	Il problema dello sfruttamento di informazioni asimmetriche	108
4.2.	Il problema del potenziale conflitto di interessi del <i>management</i> della società <i>target</i>	109
4.3.	Il problema delle esternalità negative dovute ad acquisizioni dissipative e i problemi di azione collettiva da difetto di coordinamento degli azionisti della società <i>target</i>	109
4.3.1.	Perché le OPA parziali strutturalmente coercitive hanno successo: dal « dilemma del prigioniero » alla « prigionia del dilemma ».	114
4.3.2.	Perché le OPA totalitarie intrinsecamente coercitive possono avere successo: un « gioco a coordinamento rischioso »?.	128
5.	I benefici privati del controllo	139
6.	I fattori determinanti per efficienza e proprietà distributive di una (qualunque) negoziazione bilaterale	146
7.	Le specifiche situazioni negoziali sottostanti ai tentativi di acquisizione di società quotate	152
7.1.	Il tentativo di acquisizione ostile dell' <i>outsider</i> nei confronti di una società ad azionariato diffuso	156
7.2.	L'OPA preventiva amichevole dell' <i>outsider</i> nei confronti di una società ad azionariato diffuso	164
7.3.	L'OPA preventiva amichevole dell' <i>outsider</i> nei confronti di una società ad azionariato concentrato	167
7.4.	L'offerta di acquisto « privata » dell' <i>outsider</i> rivolta all'azionista di controllo di una società ad azionariato concentrato	170
7.5.	L'OPA del <i>management</i> sulla propria società (ad azionariato diffuso)	171
7.6.	Il tentativo di consolidamento del controllo da parte dell'azionista di maggioranza.	175
8.	Inquadramento dei tentativi di acquisizione di società quotata secondo una « scala di pericolosità » sotto il profilo della congruità nei confronti degli azionisti <i>target</i> e quindi dell'efficienza economica.	182

9. Il dilemma regolamentare in materia di trasferimento di partecipazioni azionarie in società quotate 188

CAPITOLO TERZO

STRATEGIE NORMATIVE PER LA SOLUZIONE DEI FALLIMENTI CONTRATTUALI E DI MERCATO IN MATERIA DI TRASFERIMENTO E CONSOLIDAMENTO DEL CONTROLLO DI SOCIETÀ QUOTATE

1. Strategie normative per la soluzione dei fallimenti contrattuali e di mercato. Osservazioni preliminari 194
2. La disciplina della trasparenza relativa ad identità ed intenzioni dell'acquirente di partecipazioni azionarie qualificate. 197
- 2.1. (Segue) La disciplina della trasparenza delle intenzioni post-acquisizione del soggetto promotore di un'OPA per il controllo. 207
3. I principi di non discriminazione ed equo trattamento degli azionisti della società *target*. 212
- 3.1. (Segue) Il (preteso) "diritto" alla ripartizione paritetica dell'eventuale premio per il controllo. 215
4. Il metodo referendario per l'approvazione dell'OPA volontaria preventiva. 219
5. L'obbligo di riapertura dei termini di adesione all'OPA 231
6. Il diritto di « *sell-out* » 248
7. L'obbligo di OPA totalitaria conseguente all'acquisizione del controllo. 253
- 7.1. (Segue) Le soglie di attivazione dell'obbligo di offerta 269
- 7.2. (Segue) I titoli oggetto dell'obbligo di offerta. 279
- 7.3. (Segue) Il corrispettivo 281
- 7.4. (Segue) Le esenzioni 285
- 7.4.1. L'effettuazione di un'OPA volontaria preventiva totalitaria 287
- 7.4.2. L'effettuazione di un'OPA volontaria preventiva parziale 289
- 7.4.3. Assenza di mutamento negli assetti di controllo o mutamento solo apparente o formale 296
- 7.4.4. Superamento della soglia di controllo per errore o per circostanze derivanti dall'attività caratteristica dell'azionista 299
- 7.4.5. Superamento della soglia di controllo per cause indipendenti dalla volontà dell'azionista o per cessazione del precedente titolare 300
- 7.4.6. Acclarata situazione di crisi aziendale comportante la necessità di un salvataggio. 302
- 7.4.7. Mutamento degli assetti di controllo in seguito ad operazioni straordinarie di riorganizzazione societaria disciplinate dal diritto societario. 303
- 7.4.8. Concessione *ad hoc* dell'esenzione da parte degli azionisti di minoranza disinteressati della società *target*. 306

8.	L'obbligo di OPA totalitaria conseguente al consolidamento della partecipazione di controllo.	308
9.	La durata minima e massima del periodo di adesione all'OPA, l'obbligo di riportare su base continuativa il quantitativo di azioni acquisite durante la pendenza dell'offerta e la liceità degli acquisti fuori OPA	315
10.	Il <i>favor</i> per offerte concorrenti	318
11.	La funzione informativa e di orientamento esercitata dagli amministratori della società <i>target</i>	325
12.	Il potere di veto del consiglio di amministrazione, l'obbligo di passività e l'obbligo di neutralità: strategie alternative a confronto	328
13.	Il diritto di « <i>squeeze-out</i> ».	340
13.1.	(<i>Segue</i>) Presupposti di esercizio: l'effettuazione di una previa OPA totalitaria	344
13.2.	(<i>Segue</i>) Presupposti di esercizio: il gradimento maggioritario della previa OPA totalitaria e/o la soglia di capitale raggiunta dall'offerente	346
13.3.	(<i>Segue</i>) Condizioni di esercizio: il corrispettivo	354
14.	L'aggiustamento <i>ex post</i> del prezzo dell'OPA in presenza di acquisti ulteriori post-offerta.	359
15.	La rimozione delle barriere difensive tecniche pre-offerta	361
16.	Il primato dell'autonomia degli azionisti della società <i>target</i> nella regolamentazione del trasferimento e consolidamento del controllo di società quotate (ed i suoi limiti)	374

CAPITOLO QUARTO

IL TRASFERIMENTO E IL CONSOLIDAMENTO DEL CONTROLLO DI SOCIETÀ QUOTATE NEL DIRITTO E NELLA PRASSI DEGLI STATI UNITI

1.	Tecniche di acquisizione di partecipazioni azionarie di controllo e di minoranza in società quotate tra diritto e prassi	387
2.	La disciplina della trasparenza dell'identità e delle intenzioni dell'acquirente di partecipazioni azionarie qualificate.	399
2.1.	(<i>Segue</i>) La disciplina del documento informativo dell'OPA	401
3.	Il principio di parità di trattamento degli azionisti <i>target</i> nel contesto dell'OPA.	404
4.	Gli strumenti di coordinamento degli azionisti di minoranza della società <i>target</i>	406
5.	Sull'(in)esistenza di un obbligo di OPA totalitaria conseguente all'acquisizione o al consolidamento della quota di controllo	410
6.	Le OPA parziali	413
7.	La durata minima del periodo di adesione all'OPA	415
8.	La funzione informativa e di orientamento esercitata dagli amministratori della società <i>target</i>	417
9.	Il potere di veto del consiglio di amministrazione della società <i>target</i> nei confronti di tentativi di acquisizione non graditi.	420
9.1.	(<i>Segue</i>) I requisiti di legittimità di barriere e misure difensive	427

10. La disciplina dei tentativi di acquisizione concorrenti e dei doveri degli amministratori in presenza di opzioni alternative di valorizzazione dell'investimento degli azionisti <i>target</i>	432
11. Il trattamento delle barriere difensive tecniche pre-offerta	437
12. La neutralizzazione dei diritti di <i>governance</i> dell'acquirente ostile	439
13. Il <i>freeze-out</i> degli azionisti di minoranza della società <i>target</i>	443
13.1. (<i>Segue</i>) Il <i>freeze-out</i> degli azionisti di minoranza da parte del socio di controllo mediante fusione negoziata con la società controllata.	452
13.2. (<i>Segue</i>) Il <i>freeze-out</i> degli azionisti di minoranza da parte del socio di controllo mediante OPA non concordata sulla società controllata.	464
14. Il <i>management buy-out</i>	473
15. Quale ruolo per autonomia statutaria e volontà degli azionisti di minoranza nella regolamentazione statunitense delle modalità di acquisizione di società quotate	474
16. Una valutazione d'insieme dell'ordinamento americano alla luce dei prevalenti fallimenti contrattuali e di mercato in materia di trasferimento e consolidamento del controllo di società quotate	476

CAPITOLO QUINTO

IL TRASFERIMENTO E IL CONSOLIDAMENTO DEL CONTROLLO DI SOCIETÀ QUOTATE NEL DIRITTO DELL'UNIONE EUROPEA

1. Il quadro regolamentare europeo	483
2. Gli obiettivi della normativa europea in materia di OPA e di assetti proprietari.	486
3. I principi ispiratori della normativa europea in materia di OPA e di assetti proprietari	489
4. La tecnica normativa utilizzata nella Direttiva OPA.	492
5. Gli istituti a protezione del mercato: la disciplina della trasparenza delle partecipazioni qualificate e degli assetti proprietari e di controllo	494
6. Gli istituti a protezione degli azionisti della società <i>target</i>	498
6.1. L'informativa sull'imminenza e sul contenuto dell'OPA	499
6.2. La funzione informativa e di orientamento esercitata dagli amministratori della società <i>target</i>	501
6.3. Il periodo minimo e massimo di durata dell'OPA	503
6.4. Il principio di parità di trattamento degli azionisti <i>target</i> nel contesto dell'OPA	504
6.5. L'OPA obbligatoria totalitaria successiva all'acquisizione del controllo.	505
6.6. Il diritto di « <i>sell-out</i> »	518
7. Le lacune e i fallimenti regolamentari in materia di protezione degli azionisti <i>target</i>	525
8. Gli strumenti di sostegno al successo dell'OPA: la « <i>board neutrality rule</i> ».	528
8.1. La « <i>breakthrough rule</i> »	531
8.2. La clausola di reciprocità.	536

8.3. Il diritto di « <i>squeeze-out</i> »	539
9. Le lacune in materia di strumenti di sostegno al successo dell'OPA	544
10. Una valutazione d'insieme del diritto dell'Unione europea	546
11. Stati Uniti ed Europa a confronto tra divergenze formali e prossimità sostanziali	551

CAPITOLO SESTO

IL TRASFERIMENTO E IL CONSOLIDAMENTO DEL CONTROLLO DI SOCIETÀ QUOTATE NELL'ORDINAMENTO ITALIANO

1. Premessa	555
2. Gli istituti a protezione del mercato: la disciplina della trasparenza delle partecipazioni qualificate e degli assetti proprietari e di controllo	556
3. Gli istituti a protezione degli azionisti della società <i>target</i> : l'informazione sull'imminenza e sulla pendenza di un'OPA	561
3.1. (<i>Segue</i>) Il contenuto del documento d'offerta	572
3.2. La funzione informativa e di orientamento esercitata dagli amministratori della società <i>target</i>	577
3.3. Il termine minimo e massimo di durata dell'OPA	583
3.4. Le modifiche all'OPA e le OPA concorrenti	585
3.5. L'aggiustamento del prezzo <i>ex post</i> in presenza di acquisti ulteriori post-offerta	596
3.6. Il diritto di <i>sell-out</i>	597
3.7. L'OPA obbligatoria totalitaria successiva all'acquisizione del controllo	607
3.7.1. (<i>Segue</i>) Le soglie di attivazione dell'obbligo di offerta	612
3.7.2. (<i>Segue</i>) I titoli oggetto dell'obbligo di offerta	625
3.7.3. (<i>Segue</i>) Il corrispettivo	627
3.8. L'OPA obbligatoria totalitaria da consolidamento "rapido" del controllo	629
3.9. Le esenzioni dalle OPA obbligatorie	632
3.9.1. (<i>Segue</i>) L'OPA preventiva totalitaria	649
3.9.2. (<i>Segue</i>) L'OPA preventiva parziale per l'acquisizione del controllo	652
4. L'OPA dell' <i>insider</i>	661
4.1. (<i>Segue</i>) L'OPA dell'emittente sulle proprie azioni	677
5. Gli strumenti a sostegno del mercato del controllo societario: la <i>board neutrality rule</i>	679
5.1. Le potenziali barriere tecniche difensive pre-offerta e la <i>breakthrough rule</i>	684
5.2. La clausola di reciprocità	698
5.3. Il diritto di <i>squeeze-out</i>	699
6. La disciplina speciale del trasferimento e consolidamento del controllo delle PMI quotate: luci ed ombre	706
7. Una valutazione d'insieme dell'assetto regolamentare italiano (con proposte di aggiustamento)	712
<i>Bibliografia</i>	719