

## DECLARATORIA SULLA TESI DI DOTTORATO

Il sottoscritto

COGNOME | Bifulco

NOME | Pasquale

Matricola di iscrizione al Dottorato | 1467398

Titolo della tesi:

L'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto in caso di salvataggio di società in stato di crisi: analisi della fattispecie e della relativa evoluzione legislativa

Dottorato di ricerca in | Diritto dell'Impresa

Ciclo | XXV

Tutor del dottorando | Chiar.mo Prof. Paolo MONTALENTI

Anno di discussione | 2014

### DICHIARA

sotto la sua responsabilità di essere a conoscenza:

- 1) che, ai sensi del D.P.R. 28.12.2000, N. 445, le dichiarazioni mendaci, la falsità negli atti e l'uso di atti falsi sono puniti ai sensi del codice penale e delle Leggi speciali in materia, e che nel caso ricorressero dette ipotesi, decade fin dall'inizio e senza necessità di nessuna formalità dai benefici previsti dalla presente declaratoria e da quella sull'embargo;
- 2) che l'Università ha l'obbligo, ai sensi dell'art. 6, comma 11, del Decreto Ministeriale 30 aprile 1999, n. 224, di curare il deposito di copia della tesi finale presso le Biblioteche Nazionali Centrali di Roma e Firenze, dove sarà consentita la consultabilità, fatto salvo l'eventuale embargo legato alla necessità di tutelare i diritti di enti esterni terzi e di sfruttamento industriale/commerciale dei contenuti della tesi;
- 3) che il Servizio Biblioteca Bocconi archiverà la tesi nel proprio Archivio istituzionale ad Accesso Aperto e che consentirà unicamente la consultabilità on-line del testo completo (fatto salvo l'eventuale embargo);
- 4) che per l'archiviazione presso la Biblioteca Bocconi, l'Università richiede che la

tesi sia consegnata dal dottorando alla Società NORMADEC (operante in nome e per conto dell'Università) tramite procedura on-line con contenuto non modificabile e che la Società Normadec indicherà in ogni piè di pagina le seguenti informazioni:

- tesi di dottorato: "*L'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto in caso di salvataggio di società in stato di crisi: analisi della fattispecie e della relativa evoluzione legislativa*";
  - di Bifulco Pasquale;
  - discussa presso l'Università commerciale Luigi Bocconi - Milano nell'anno 2014;
  - La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche). Sono comunque fatti salvi i diritti dell'Università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte;
- 5) che la copia della tesi depositata presso la NORMADEC tramite procedura on-line è del tutto identica a quelle consegnate/inviata ai Commissari e a qualsiasi altra copia depositata negli Uffici dell'Ateneo in forma cartacea o digitale e che di conseguenza va esclusa qualsiasi responsabilità dell'Ateneo stesso per quanto riguarda eventuali errori, imprecisioni o omissioni nei contenuti della tesi;
- 6) che il contenuto e l'organizzazione della tesi è opera originale realizzata dal sottoscritto e non compromette in alcun modo i diritti di terzi (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche), ivi compresi quelli relativi alla sicurezza dei dati personali; che pertanto l'Università è in ogni caso esente da responsabilità di qualsivoglia natura, civile, amministrativa o penale e sarà dal sottoscritto tenuta indenne da qualsiasi richiesta o rivendicazione da parte di terzi;
- 7) che la tesi di dottorato non è il risultato di attività rientranti nella normativa sulla proprietà industriale, non è stata prodotta nell'ambito di progetti finanziati da soggetti pubblici o privati con vincoli alla divulgazione dei risultati; non è oggetto di eventuali registrazioni di tipo brevettale o di tutela, e quindi non è soggetta a embargo;

31 gennaio 2014

COGNOME

Bifulco

NOME

Pasquale

**UNIVERSITÀ COMMERCIALE LUIGI BOCCONI**

Scuola di Dottorato

Dottorato di ricerca in Diritto dell'Impresa

XXV Ciclo

**L'ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO IN  
CASO DI SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN STATO DI CRISI: ANALISI DELLA  
FATTISPECIE E DELLA RELATIVA EVOLUZIONE LEGISLATIVA**

Tesi di Dottorato di:  
Pasquale BIFULCO  
Matr. n. 1467398

Coordinatore della Scuola di Dottorato  
Chiar.mo Prof. Federico GHEZZI

Tutor: Chiar.mo Prof. Paolo MONTALENTI

Tesi di dottorato "L'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto in caso di salvataggio di società in stato di crisi:  
analisi della fattispecie e della relativa evoluzione legislativa"

di BIFULCO PASQUALE

discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2014

La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).

Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Alla mia famiglia ed a Marianna che mi hanno sempre sostenuto;  
all'Avv. Charles Adams ed all'Avv. Giuseppe De Palma che hanno sempre creduto in me e mi  
hanno consentito di raggiungere questo importante traguardo.

Tesi di dottorato "L'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto in caso di salvataggio di società in stato di crisi:  
analisi della fattispecie e della relativa evoluzione legislativa"

di BIFULCO PASQUALE

discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2014

La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).

Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

## RINGRAZIAMENTI

Desidero ringraziare sentitamente il Prof. Paolo Montalenti per avermi guidato nella scrittura del presente lavoro.

Tesi di dottorato "L'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto in caso di salvataggio di società in stato di crisi:  
analisi della fattispecie e della relativa evoluzione legislativa"

di BIFULCO PASQUALE

discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2014

La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).

Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

## INDICE SOMMARIO

|                     |       |
|---------------------|-------|
| Ringraziamenti..... | VII   |
| INTRODUZIONE.....   | - 1 - |

### CAPITOLO I

\*\*\*

#### L'ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO IN CASO DI SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN CRISI NELLA LEGGE 18 FEBBRAIO 1992, N. 149

\*\*\*

|  |        |
|--|--------|
| 1. PREMESSA IN MERITO ALLA DISCIPLINA DELLE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO DI CUI ALLA LEGGE N. 149 DEL 18 FEBBRAIO 1992 ED AL RELATIVO SISTEMA DI ESENZIONI.....   | - 3 -  |
| 2. L'ATTIVITÀ D'INTERPRETAZIONE SVOLTA DALLA CONSOB .....  | - 14 - |
| 3. L'ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI OFFERTA PUBBLICA D'ACQUISTO IN CASO DI OPERAZIONE DIRETTA AL SALVATAGGIO DI UNA SOCIETÀ IN CRISI NELLE COMUNICAZIONI CONSOB EMANATE NEL PERIODO DI VIGENZA DELLA LEGGE 149/1992.....    | - 18 - |
| 3.1 IL COMUNICATO STAMPA CONSOB DEL 22 FEBBRAIO 1994: IL CASO DELLA RISTRUTTURAZIONE FINANZIARIA DEL GRUPPO FERRUZZI E LA ENUCLEAZIONE DELLA FATTISPECIE DI ESENZIONE IN CASO DI SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN CRISI ..... | - 20 - |
| 3.2 IL SALVATAGGIO DEL GRUPPO FERRUZZI .....   | - 21 - |
| 3.3 LA PRESA DI POSIZIONE DELLA CONSOB: IL COMUNICATO STAMPA N. 3158/94 DEL 22 FEBBRAIO 1994.....  | - 24 - |
| 3.4 LA RILEVANZA DELL'ELEMENTO SOGGETTIVO RISPETTO ALLE FATTISPECIE DELLE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO DI CUI ALLA LEGGE 149/1992 E LE RELATIVE IPOTESI DI ESENZIONE .....  | - 25 - |
| 3.5 UN GIUDIZIO IN MERITO ALLA DECISIONE DELLA CONSOB .....  | - 27 - |
| 3.6 SINDACATI DI VOTO, CONTROLLO SOLITARIO, CONTROLLO CONGIUNTO ED OFFERTA PUBBLICA OBBLIGATORIA AI SENSI DELLA LEGGE 149/1992.....  | - 31 - |
| 4. CONCLUSIONI .....   | - 33 - |

### CAPITOLO II

\*\*\*

#### L'ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO IN CASO DI SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN CRISI NEL TESTO UNICO DELLA FINANZA ANTERIORMENTE ALLA ADOZIONE DELLA DELIBERA CONSOB 5 APRILE 2011, N. 17731

\*\*\*

|   |        |
|---|--------|
| 1. LA DISCIPLINA DELLE ESENZIONI DALL'OBBLIGO DI O.P.A. NEL TESTO UNICO DELLA FINANZA AI SENSI DELL' ART. 106, COMMA 5°, ANTERIORMENTE ALLA ADOZIONE DELLA DELIBERA CONSOB 5 APRILE 2011, N. 17731: IL NUOVO MODELLO DI DISCIPLINA ADOTTATO DA PARTE DEL LEGISLATORE..... | - 38 - |
| 2. LA FATTISPECIE DI ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI OFFERTA PUBBLICA IN CASO DI SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN CRISI: <i>RATIO</i> DELL'ESENZIONE.....  | - 48 - |
| 3. ESENZIONE IN CASO DI OPERAZIONI DIRETTE AL SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN CRISI <i>EX</i> ARTICOLO 106, COMMA 5°, LETT. A), DEL TESTO UNICO DELLA FINANZA ED ARTICOLO 49,   |        |

Tesi di dottorato "L'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto in caso di salvataggio di società in stato di crisi: analisi della fattispecie e della relativa evoluzione legislativa"

di BIFULCO PASQUALE

discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2014

La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).

Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

|       |   |        |
|-------|---|--------|
|       | COMMA 1°, LETT. B), DEL REG. EMITTENTI.....   | - 49 - |
| 3.1   | I REQUISITI APPLICATIVI DI CUI ALL'ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), DEL REG. EMITTENTI: (A) LO STATO DI CRISI.....  | - 52 - |
| 3.1.1 | SUSSISTENZA DI UNA "TENSIONE FINANZIARIA" OVVERO DI UNA "DEBOLEZZA PATRIMONIALE" TESTIMONIATA DA INDICI ECONOMICO-FINANZIARI NEGATIVI .....   | - 54 - |
| 3.1.2 | EMISSIONE DI GIUDIZI NEGATIVI DA PARTE DI ORGANI SOCIETARI DI CONTROLLO OVVERO DI ADVISORS / AUDITORS INDIPENDENTI.....   | - 56 - |
| 3.1.3 | AVVIO DI PROCEDURE CONCORSUALI.....   | - 58 - |
| 3.1.4 | LA NOZIONE DI "CRISI" RILEVANTE AI FINI DELL'ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), DEL REG. EMITTENTI ANTERIORMENTE ALLA DELIBERA CONSOB 5 APRILE 2011, N. 17731.....  | - 59 - |
| 3.2   | (SEGUE). (B) LA SOTTOSCRIZIONE DI UN AUMENTO DI CAPITALE.....   | - 59 - |
| 3.2.1 | AUMENTI DI CAPITALE LIBERATI IN NATURA.....   | - 61 - |
| 3.2.2 | ACQUISTO A TITOLO ONEROSO DI DIRITTI DI OPZIONE SPETTANTI AI SOCI E SUCCESSIVO ESERCIZIO DI TALI DIRITTI .....  | - 63 - |
| 3.2.3 | SOTTOSCRIZIONE DI DUE DISTINTI AUMENTI DI CAPITALE .....  | - 64 - |
| 3.2.4 | SOTTOSCRIZIONE DI UN AUMENTO DI CAPITALE E CONVERSIONE DI UN PRESTITO OBBLIGAZIONARIO CONVERTENDO.....  | - 64 - |
| 3.2.5 | CONVERSIONE IN AZIONI ORDINARIE DI AZIONI DI CATEGORIA SPECIALE O DI AZIONI CORRELATE (EMESSE IN ESECUZIONE DI AUMENTI DI CAPITALE ESEGUITI NEL CONTESTO DEL SALVATAGGIO DI UNA SOCIETÀ IN CRISI); IL CASO GABETTI PROPERTY SOLUTIONS DI CUI ALLA COMUNICAZIONE CONSOB N. DEM/10093539 DELL'11 NOVEMBRE 2010..... | - 65 - |
| 3.2.6 | ACQUISTO DI AZIONI DA PARTE DI ALTRI AZIONISTI DELL'EMITTENTE.....  | - 66 - |
| 3.2.7 | ESERCIZIO DI WARRANTS .....   | - 68 - |
| 3.2.8 | LA NOZIONE DI "AUMENTO DI CAPITALE" RILEVANTE AI AI FINI DELL'ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), DEL REG. EMITTENTI ANTERIORMENTE ALLA DELIBERA CONSOB 5 APRILE 2011, N. 17731.....   | - 69 - |
| 3.3   | (SEGUE). (C) LA PRESENZA DI UN PIANO DI RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO COMUNICATO ALLA CONSOB ED AL MERCATO.....   | - 70 - |
| 3.3.1 | I PIANI DI RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO IMPLEMENTATI TRAMITE LA SOTTOSCRIZIONE DI ACCORDI FINALIZZATI ALLA RISTRUTTURAZIONE DELL'ESPOSIZIONE DEBITORIA.....  | - 72 - |
| 3.3.2 | IL CASO INVESTIMENTI E SVILUPPO DI CUI ALLA COMUNICAZIONE CONSOB N. DEM/10071578 DEL 19 AGOSTO 2010: LA VALORIZZAZIONE DI PIANI DI RISTRUTTURAZIONE AVENTI UNA COMPONENTE PREVALENTEMENTE "INDUSTRIALE" .....   | - 76 - |
| 3.3.3 | IL CASO OMNIA NETWORK DI CUI ALLA COMUNICAZIONI CONSOB N. 100733783 DELL'1 SETTEMBRE 2010 E DEL 28 SETTEMBRE 2010: L'IRRILEVANZA DELLE "ASPETTATIVE DI INTERVENTO SUL DEBITO" AI FINI DEL SODDISFACIMENTO DEL REQUISITO .....   | - 78 - |
| 3.3.4 | LA NOZIONE DI "PIANO DI RISTRUTTURAZIONE" RILEVANTE AI FINI DELL'ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), DEL REG. EMITTENTI ANTERIORMENTE ALLA DELIBERA CONSOB 5 APRILE 2011, N. 17731.....  | - 82 - |
| 3.3.5 | (SEGUE). IL CASO OMNIA NETWORK E LE CONSIDERAZIONE DELL'AUTORITÀ DI CONTROLLO CIRCA L'APPLICABILITÀ DELL'ARTICOLO 106, COMMA 6°, DEL TESTO UNICO DELLA FINANZA.....   | - 84 - |
| 3.3.6 | I PIANI DI RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO IMPLEMENTATI TRAMITE LA SOTTOSCRIZIONE DI ACCORDI DI RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO EX ARTICOLO 182-BIS DI CUI ALLA LEGGE FALLIMENTARE E PIANI DI RISANAMENTO EX ARTICOLO 67, COMMA 3°, LETT. D), DELLA LEGGE FALLIMENTARE.....   | - 86 - |
| 3.4   | CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE IN MERITO ALLA "GIURISPRUDENZA CONSOB".....   | - 87 - |
| 3.5   | ARTICOLO 49, COMMA 2°, DEL REGOLAMENTO EMITTENTI: UNA DISPOSIZIONE CON FINALITÀ ANTIELUSIVE E DI TRASPARENZA .....  | - 88 - |

## CAPITOLO III

\*\*\*

**L'ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO IN CASO DI SALVATAGGIO  
DI SOCIETÀ IN CRISI NEL TESTO UNICO DELLA FINANZA SUCCESSIVAMENTE ALLA ADOZIONE  
DELLA DELIBERA CONSOB 5 APRILE 2011, N. 17731**

\*\*\*

1. BREVE PREMessa IN MERITO ALLA RIFORMA DELLA DISCIPLINA DELL'ESENZIONE IN CASO DI SALVATAGGIO DI SOCIETÀ' IN CRISI ADOTTATA CON DELIBERA CONSOB DATATA 5 APRILE 2011, N. 17731 - IL PRIMO DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE E LA PROPOSTA DI MODIFICA IVI CONTENUTA ..... - 92 -
2. LE OSSERVAZIONI PROPOSTE DA PARTE DEGLI OPERATORI CON RIGUARDO AL PRIMO DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE..... - 98 -
  - 2.1 BREVE RICOGNIZIONE DELLE OSSERVAZIONI PROPOSTE CON RIGUARDO AL MECCANISMO DEL *WHITEWASH* ..... - 99 -
  - 2.2 BREVE RICOGNIZIONE DELLE OSSERVAZIONI PROPOSTE CON RIGUARDO ALLA IPOTESI DI ESENZIONE RELATIVA ALLE FATTISPECIE DI CRISI C.D. "*OGGETTIVE*" ..... - 104 -
3. IL SECONDO DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE: LE MODIFICHE PROPOSTE ALLA DISCIPLINA DI CUI ALL'ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), REG. EMITTENTI..... - 105 -
4. LA DISCIPLINA DELL'ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO IN CASO DI OPERAZIONI DI SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN CRISI ADOTTATA CON LA DELIBERA CONSOB: BREVE PREMessa IN MERITO ALLE DIVERSE CATEGORIE DI ESENZIONE PREVISTE ALL'ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), DEL REGOLAMENTO EMITTENTI..... - 108 -
  - 4.1 LA SCOMPOSIZIONE IN TRE DISTINTE FATTISPECIE DELLA ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO IN CASO DI OPERAZIONI DI SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN CRISI..... - 110 -
  - 4.2 LA PREVISIONE DI CONDIZIONI DI APPLICABILITÀ SPECIFICHE CON RIFERIMENTO A CIASCUNA IPOTESI DI ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI OFFERTA..... - 114 -
  - 4.3 IL RECEPIMENTO NEL SISTEMA DI DISCIPLINA DELL'ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI O.P.A. IN CASO DI OPERAZIONI DI SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN CRISI DI ISTITUTI INTRODOTTI *MEDIO TEMPORE* NELL'AMBITO DELLA DISCIPLINA FALLIMENTARE, NONCHÉ DI ISTITUTI PRECEDENTEMENTE ADOTTATI NELL'ORDINAMENTO GIURIDICO ITALIANO IN ALTRI AMBITI DI DISCIPLINA..... - 116 -
  - 4.4 CONFERMA DEL MECCANISMO DI OPERATIVITÀ DELL'ESENZIONE..... - 119 -
5. LE IPOTESI DI ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO IN CASO DI SUSTISTENZA DI UN'OPERAZIONE DI SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN STATO DI CRISI: BREVE PREMessa ..... - 120 -
  - 5.1 ESENZIONE *EX* ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), N. 1), REG. EMITTENTI IN CASO DI SUSTISTENZA DI "*OPERAZIONI DI SALVATAGGIO*" COMPIUTE IN CONNESSIONE AD UNA DELLE FATTISPECIE DI C.D. "*CRISI OGGETTIVA*"...... - 120 -
    - 5.1.1 DESCRIZIONE GENERALE DELLA FATTISPECIE - LA TIPIZZAZIONE DEI CASI "*OGGETTIVI*" DI CRISI..... - 120 -
    - 5.1.2 AMBITO OGGETTIVO DI APPLICAZIONE. LE SITUAZIONI DI CRISI OGGETTIVE INDIVIDUATE DALL'ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), N. 1): L'AMMISSIONE AD UNA PROCEDURA CONCORSUALE, DI CUI ALLA LEGGE FALLIMENTARE, OVVERO DISCIPLINATA DA LEGGI SPECIALI DI CUI AL PARAGRAFO (I) ..... - 122 -
    - 5.1.3 (SEGUE). AMBITO OGGETTIVO DI APPLICAZIONE. LE SITUAZIONI DI CRISI OGGETTIVE INDIVIDUATE DALL'ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), N. 1): L'OMOLOGAZIONE DI UN ACCORDO DI RISTRUTTURAZIONE DEI DEBITI *EX* ARTICOLO 182-BIS DELLA LEGGE FALLIMENTARE DI CUI AL PARAGRAFO (II)..... - 126 -
    - 5.1.4 (SEGUE). AMBITO OGGETTIVO DI APPLICAZIONE. LE SITUAZIONI DI CRISI OGGETTIVE INDIVIDUATE DALL'ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), N. 1): LE RICHIESTE FORMULATA DA PARTE DI UN'AUTORITÀ DI VIGILANZA PRUDENZIALE DI CUI AL PARAGRAFO (III) ..... - 129 -
    - 5.1.5 (SEGUE). AMBITO OGGETTIVO DI APPLICAZIONE: L'ULTERIORE CONDIZIONE OGGETTIVA DI APPLICABILITÀ RAPPRESENTATA DALLA RICAPITALIZZAZIONE

|       |  |         |
|-------|--|---------|
|       | OVVERO DA ALTRO INTERVENTO DI RAFFORZAMENTO PATRIMONIALE .....   | - 131 - |
| 5.1.6 | AMBITO SOGGETTIVO DI APPLICAZIONE DELLA FATTISPECIE E POSSIBILE DISCRASIA TEMPORALE TRA L'EFFETTUAZIONE DEL RAFFORZAMENTO PATRIMONIALE E MOMENTO NEL QUALE VIENE REALIZZATO IL CAMBIO DEL CONTROLLO .....                            | - 135 - |
| 5.2   | ESENZIONE EX ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), N. 2), REG. EMITTENTI IN CASO DI SUSSISTENZA DI "OPERAZIONI DI SALVATAGGIO" COMPIUTE IN CONNESSIONE ALLA C.D. FATTISPECIE DI "CRISI EXTRA-CONCORSUALE" .....                           | - 137 - |
| 5.2.1 | DESCRIZIONE GENERALE DELLA FATTISPECIE DI ESENZIONE EXTRA-CONCORSUALE .....  | - 137 - |
| 5.2.2 | LE CONDIZIONI DI APPLICAZIONE DELL'ESENZIONE IN GENERALE. IL PIANO DI RISANAMENTO .....  | - 138 - |
| 5.2.3 | (SEGUE). LA SITUAZIONE DI CRISI ATTESTATA DAL PIANO DI RISANAMENTO.....  | - 141 - |
| 5.2.4 | (SEGUE). LA MANCATA EFFETTUAZIONE DI ACQUISTI DELLE AZIONI DELL'EMITTENTE IN CRISI NEI DODICI MESI CHE PRECEDONO IL CAMBIO DEL CONTROLLO .....   | - 143 - |
| 5.2.5 | (SEGUE). LA SOTTOSCRIZIONE DI UN AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE DELL'EMITTENTE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE.....  | - 145 - |
| 5.2.6 | (SEGUE). LA IDONEITÀ DELL'AUMENTO DI CAPITALE A CONSENTIRE IL RISANAMENTO DELL'ESPOSIZIONE DEBITORIA DELL'EMITTENTE E AD ASSICURARE IL RIEQUILIBRIO DELLA SUA SITUAZIONE FINANZIARIA .....   | - 146 - |
| 5.3   | ESENZIONE EX ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), N. 3), REG. EMITTENTI IN CASO DI SUSSISTENZA DI "OPERAZIONI DI SALVATAGGIO" COMPIUTE IN CONNESSIONE AD UNA IPOTESI DI "STATO DI CRISI RESIDUALE" .....                                 | - 147 - |
| 5.3.1 | DESCRIZIONE GENERALE DELLA FATTISPECIE DI ESENZIONE RESIDUALE .....  | - 147 - |
| 5.3.2 | GLI OBBLIGHI INFORMATIVI CONNESSI ALLA PROCEDURA DI <i>WHITEWASH</i> .....   | - 149 - |
| 5.3.3 | LE CONDIZIONI DI APPLICAZIONE DELL'ESENZIONE IN GENERALE.....  | - 151 - |
| 5.3.4 | QUESTIONI INTERPRETATIVE IN MERITO AL MECCANISMO DEL <i>WHITEWASH</i> : LA NOZIONE DI "STATO DI CRISI" E IL RAPPORTO TRA LE FATTISPECIE "TIPICHE" E L'IPOTESI RESIDUALE DI ESENZIONE.....  | - 153 - |
| 5.3.5 | (SEGUE). L'ASSENZA DI ULTERIORI REQUISITI APPLICATIVI .....  | - 156 - |
| 5.3.6 | (SEGUE). L'ASIMMETRIA TRA LA FATTISPECIE DI CUI ALL'ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), N. 3), PAR. (I) E DI CUI ALL'ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), N. 3), PAR. (II), DEL REGOLAMENTO EMITTENTI: POSSIBILI PROBLEMI APPLICATIVI ..... | - 157 - |
| 6.    | IL CASO FONDIARIA-SAI .....  | - 158 - |
| 7.    | CONCLUSIONI .....  | - 163 - |
|       | <i>Indice delle opere citate</i> .....   | - 169 - |
|       | <i>Indice delle Comunicazioni Consob citate</i> .....  | - 179 - |
|       | <i>Indice delle sentenze citate</i> .....  | - 181 - |

## INTRODUZIONE

\*\*\*

Il presente lavoro ha per oggetto l'analisi della fattispecie di esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto in caso di esecuzione di un'operazione tesa al salvataggio di un emittente che si trovi in stato di crisi che, si ritiene, assuma oggi - nel contesto della difficile congiuntura economica in cui versa l'Italia<sup>(1)</sup> - una rilevanza ancor più marcata nell'ambito della disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto<sup>(2)</sup>.

Nel primo capitolo verrà brevemente ripercorsa la genesi di tale fattispecie di esenzione e verrà posto in evidenza come - nell'ambito della disciplina in materia di o.p.a. di cui alla Legge n. 149 del 18 febbraio 1992 - la stessa non fosse formalmente prevista, risultando - piuttosto - frutto, tramite la Nota n. 3158/94 del 22 febbraio 1994, di una "concessione" da parte della Consob dal carattere puramente discrezionale e fondata sulla base di una valutazione "equitativa" tesa, *inter alia*, a consolidare, tramite una "interpretazione ortopedica" delle norme, una fattispecie di esenzione *extra legem*.

Nel secondo capitolo si volgerà l'attenzione al recepimento nell'ordinamento giuridico italiano della fattispecie in oggetto tramite la previsione di cui all'Articolo 106, comma 5°, lett. a), del Testo Unico della Finanza. Verranno analizzati i singoli presupposti applicativi definiti a livello regolamentare da parte della Consob all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), di cui alla Delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (c.d. "Regolamento Emittenti"), e, infine, verranno ripercorse, sulla base di un approccio sistematico, le singole decisioni assunte da parte della Consob in merito ai casi di volta in volta sottoposti alla attenzione dell'autorità di controllo. Tale ultimo aspetto risulterà decisivo nell'economia complessiva del lavoro sotto un duplice

---

(1) Per una conferma in merito alla frequenza con la quale tale disposizione risulta trovare applicazione si veda F. MUCCIARELLI, *Esenzione dall'opa obbligatoria per salvataggio: le decisioni Consob*, in *Giur. comm.*, 2013, II, p. 559 ss. (spec. p. 561) e F. ANNUNZIATA e G. LIACE, *Commento sub art. 106*, in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. FAUCEGLIA, Giappichelli Editore, Torino, 2010, p. 135 ss. (spec. p. 149).

(2) Cfr. F. MUCCIARELLI, *Esenzione dall'opa obbligatoria per salvataggio: le decisioni Consob*, cit., p. 561.

profilo: da un lato, in quanto – tenuto conto della rilevanza delle valutazioni svolte da parte della Consob con riferimento a questo specifico ambito di disciplina<sup>(3)</sup> – consentirà una definizione, tramite una approssimazione più accurata, dei presupposti applicativi dell'esenzione e, pertanto, del perimetro di applicazione della previgente fattispecie esentiva; dall'altro, in quanto permetterà di operare la ricognizione di uno specifico *corpus* interpretativo consolidatosi nel corso di oltre un decennio e che non ha esaurito la propria rilevanza per effetto dell'adozione della Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731.

Nel terzo capitolo, da ultimo, si avrà modo di studiare la novella regolamentare della fattispecie di esenzione in oggetto adottata tramite Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731 al fine di rendere di, *inter alia*, "modernizzare" la previgente disciplina, rendere la stessa più "strutturata" (anche in considerazione delle moderna complessità del sostrato economico rispetto al quale la stessa intende trovare applicazione), nonché, da ultimo, rendere i presupposti applicativi maggiormente definiti e, pertanto, più certi. Verranno messi in luce, in merito, tali presupposti applicativi con riguardo a ciascuna delle fattispecie di esenzione definite dalla riforma (i.e. esenzione in caso di (i) stati di "crisi oggettive", (ii) stati di "crisi extra-concorsuali", e – infine – (iii) di "crisi residuali / non conclamate"). Nel corso di tale esame si procederà a dar conto delle specifiche problematiche applicative sottese dalla nuova disciplina, nonché a valutare puntualmente ed organicamente gli ambiti (numerosi) della stessa con riferimento ai quali continua ad assumere rilevanza il *corpus* interpretativo elaborato da parte della Consob con riferimento alla previgente disciplina di cui al Reg. Emittenti anteriormente alla adozione della Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731.

In conclusione, verrà proposta una valutazione complessiva della riforma delle singole fattispecie di esenzione in caso di salvataggio di società in stato di crisi adottate con la Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731.

\*\*\*

---

(3) Cfr. in senso conforme F. ANNUNZIATA e G. LIACE, *Commento sub art. 106*, in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. FAUCEGLIA, cit., p. 149.

## CAPITOLO I

\*\*\*

# L'ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO IN CASO DI SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN CRISI NELLA LEGGE 18 FEBBRAIO 1992, N. 149

\*\*\*

SOMMARIO: 1. Premessa in merito alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto di cui alla Legge n. 149 del 18 febbraio 1992 ed al relativo sistema di esenzioni. - 2. l'attività d'interpretazione svolta dalla Consob. - 3. L'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica d'acquisto in caso di operazione diretta al salvataggio di una società in crisi nelle Comunicazioni Consob emanate nel periodo di vigenza della Legge 149/1992. - 3.1. Il comunicato stampa Consob del 22 febbraio 1994: il caso della ristrutturazione finanziaria del Gruppo Ferruzzi e la enucleazione della fattispecie di esenzione in caso di salvataggio di società in crisi. - 3.2. Il salvataggio del Gruppo Ferruzzi. - 3.3. La presa di posizione della Consob: il comunicato stampa n. 3158/94 del 22 febbraio 1994. - 3.4. La rilevanza dell'elemento soggettivo rispetto alle fattispecie delle offerte pubbliche di acquisto di cui alla Legge 149/1992 e le relative ipotesi di esenzione. - 3.5. Un giudizio in merito alla decisione della Consob. - 3.6. Sindacati di voto, controllo solitario, controllo congiunto ed offerta pubblica obbligatoria ai sensi della Legge 149/1992. - 4. Conclusioni.

### 1. **PREMESSA IN MERITO ALLA DISCIPLINA DELLE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO DI CUI ALLA LEGGE N. 149 DEL 18 FEBBRAIO 1992 ED AL RELATIVO SISTEMA DI ESENZIONI**

Come noto, ai sensi della previgente disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto di cui alla legge n. 149 del 18 febbraio 1992 (di seguito, per brevità, la "**Legge 149/1992**")<sup>(4)</sup>, (i) l'obbligo di addivenire all'acquisizione di una partecipazione di

---

<sup>(4)</sup> La Legge 149/1992 introdusse nell'ordinamento giuridico dei mercati finanziari un sistema caratterizzato da quattro distinte ipotesi di offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie: (i) l'o.p.a. preventiva (di cui all'Articolo 10, 1° comma, della Legge 149/1992), (ii) l'o.p.a. successiva (di cui all'Articolo 10, 8° comma, della Legge 149/1992), (iii) l'o.p.a. incrementale (di cui all'Articolo 10, 7° comma, della Legge 149/1992), e (iv) l'o.p.a. residuale (di cui all'Articolo 10, 9° comma, della Legge 149/1992). Di queste (cfr. A. MONGIELLO, *L'offerta pubblica d'acquisto. Disciplina italiana e Opa comunitaria: soluzioni a confronto*, in *Il diritto del mercato mobiliare*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1997, p. 219 nonché G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, CEDAM, Padova, 1996, p. 286 e P. MONTALENTI, *Le offerte pubbliche di acquisto. Le fattispecie obbligatorie*, Giuffrè, Milano, 1995, p. 54) solo le prime due fattispecie richiamate risultavano connesse (in un rapporto di specularità tra loro) all'acquisizione del controllo di una società emittente laddove, le ulteriori ipotesi di o.p.a. obbligatoria, trovavano la loro giustificazione sulla base di diversi presupposti applicativi (*i.e.* con riferimento all'o.p.a. incrementale, l'incremento di una partecipazione di controllo e, con riferimento all'o.p.a. residuale, l'esistenza di un flottante particolarmente esiguo tale da rendere necessario/opportuno il "*delisting*" dell'emittente).

controllo o di una partecipazione rilevante per il tramite di una offerta pubblica d'acquisto preventiva<sup>(5)</sup>, ovvero (ii) la necessità di "sanare"<sup>(6)</sup> l'eventuale trasferimento

---

<sup>(5)</sup> Si faccia riferimento, in merito, all'Articolo 10, commi 1° e 3°, della Legge 149/1992. La c.d. "o.p.a. preventiva" costituiva "l'architrave di protezione degli azionisti minoritari sotto il profilo della distribuzione del premio di maggioranza" (cfr. P. MONTALENTI, *La legge italiana sulle offerte pubbliche: prime riflessioni*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 831 ss. (spec. p. 853)) imponendo in capo a chiunque (ivi comprese con riferimento alle ipotesi in cui il controllo rilevante fosse stato acquisito indirettamente, ovvero per il tramite di "società fiduciarie o per interposta persona ovvero attraverso la partecipazione a sindacati di voto" (cfr. Articolo 10, comma 1°, della Legge 149/1992)) avesse avuto l'intenzione di acquisire il controllo di diritto o di fatto di una società quotata (sia in borsa che nel mercato ristretto) un obbligo di lanciare un'offerta pubblica d'acquisto (parziale) sulle azioni (ivi incluse le azioni privilegiate con diritto di voto non limitato (ex Articolo 2351, comma 2°, del Codice Civile), si veda sul punto B. QUATRARO - L.G. PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio, Dottrina Casi e Materiali*, Giuffrè, Milano, 2000, p. 6) con diritto di voto nell'assemblea ordinaria della stessa società, nonché su altri titoli conferenti il diritto ad acquisire i medesimi titoli azionari (e.g. titoli obbligazionari convertibili in azioni ordinarie con diritto di voto o *warrants*). Tale offerta pubblica d'acquisto doveva avere come oggetto un ammontare di titoli necessari a far conseguire il controllo della società *target* (fermo restando il limite minimo fissato dall'Articolo 18 della Legge 149/1992 richiamato dall'Articolo 10, comma 1° - "l'offerta, salvo quanto disposto dall'art. 10, deve riguardare un quantitativo di titoli idoneo a consentire l'acquisizione di una partecipazione minima del 10 per cento del capitale sociale, [...]") (cfr. E. PEDERZINI, *Commento sub art. 18*, in *Commentario della legge 18 febbraio 1992, n. 149*, a cura di R. Costi, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1997, p. 381 ss.). Il controllo ai fini della norma poteva essere sia di diritto che di fatto (cfr. Articolo 10, comma 2°, della Legge 149/1992): la prima forma di controllo era stata identificata nella possibilità di disporre della maggioranza dei diritti di voto esercitabili all'interno dell'assemblea ordinaria della società (c.d. "controllo di diritto"), mentre la seconda forma di controllo era determinata dalla disponibilità di una partecipazione azionaria nella società *target* tale da consentire di esercitare un'"influenza dominante" in seno all'assemblea ordinaria di tale società (c.d. "controllo di fatto"). Nel caso in cui fossero state riscontrate le suddette posizioni qualificate di controllo all'interno della compagine azionaria di una società sarebbe risultato necessario - ai fini della determinazione degli obblighi di cui all'Articolo 10, comma 1°, della Legge 149/1992 - far riferimento alla partecipazione detenuta dall'azionista (o dagli azionisti vincolati da un patto di sindacato tra loro) complessivamente titolare della maggioranza relativa dei diritti di voto esercitabili in sede di assemblea ordinaria (cfr. Articolo 10, comma 3°, della Legge 149/1992) (c.d. "partecipazione rilevante").

<sup>(6)</sup> In conformità all'Articolo 10, comma 8°, della Legge 149/1992, in caso di mancata osservanza delle disposizioni di cui all'Articolo 10, comma 1° (ovvero - con riferimento all'obbligo di o.p.a. incrementale - delle disposizioni di cui dall'Articolo 10, comma 7°), una partecipazione rilevante in una società (come identificata all'Articolo 10, commi 2° e 3°, della Legge 149/1992) - idonea a far raggiungere il controllo di una società quotata - poteva essere acquisita anche per il tramite di acquisti privati effettuati al di fuori della borsa o del mercato ristretto (ovvero tramite l'esercizio di diritti d'opzione o di conversione su titoli convertibili in azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie (e.g. obbligazioni convertibili) ovvero tramite titoli rappresentativi del diritto di sottoscrivere o acquistare dette azioni (e.g. *warrants*)), a condizione che il relativo acquirente avesse promosso, entro trenta giorni dalla data dell'acquisto in cui si fosse determinato il superamento dell'ammontare medesimo, un'offerta pubblica d'acquisto per un quantitativo di titoli non inferiore a quello acquistato precedentemente e per un prezzo non inferiore alla media ponderata dei prezzi d'acquisto anteriori; la mancata ottemperanza di tale obbligo avrebbe determinato, oltre alla applicazione di sanzioni di natura amministrativa (pagamento di una somma pari ad un importo variabile tra il 5% ed il 10% del valore dei titoli che avrebbero dovuto

di suddetta partecipazione già posto in essere tramite il lancio di una offerta pubblica d'acquisto successiva<sup>(7)(8)</sup>, non risultava immancabilmente imposto in connessione a

---

essere acquistati tramite offerta pubblica di acquisto), la sterilizzazione dei diritti di voto connessi ai titoli indebitamente acquisiti e l'obbligo di cedere gli stessi entro il termine di un anno. Questa soluzione non fu tuttavia ritenuta soddisfacente in termini di riparto del premio di maggioranza in quanto nell'o.p.a. successiva parziale "*l'eventuale riparto proporzionale non riguarda tutti gli azionisti: l'azionista di controllo infatti potrebbe aver già ceduto l'intero suo pacchetto, ottenendo completamente il relativo premio di maggioranza*", così F. CANNELLA, *Commento sub art. 106*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, I, Milano, 1999, p. 325 ss. (spec. pp. 335 e 336) e per i problemi applicativi connessi a tale sistema (cfr. P. MONTALENTI, *Le offerte pubbliche di acquisto. Le fattispecie obbligatorie*, cit., p. 64 ss., R. LENER - A. GALANTE, *Elusioni (lecite?) dell'obbligo di OPA obbligatoria*, in *Società*, 1992, p. 463 ss. e P. MARCHETTI, *Frazionamento dell'acquisto diretto ed opa successiva*, in *Riv. soc.*, 1994, p. 1045 ss.).

(7) La seconda ipotesi di o.p.a. di cui alla Legge 149/1992 connessa al cambio di controllo di una società con azioni quotate (cfr. Articolo 10, comma 8°, della Legge 149/1992), era la c.d. "*o.p.a. successiva*" (tramite la previsione della quale fattispecie "*il legislatore ha inteso [...] garantire il principio della parità di trattamento tra gli azionisti attraverso la distribuzione del premio di maggioranza tra tutti i soci e non solo tra quelli di controllo della società «bersaglio» [...] non in via preventiva, ma successiva*, cfr. A. MORANO - G. MARTOGLIA, *Problemi interpretativi in materia di opa successiva*, in *Società*, 1994, II, p. 740 ss. (spec. p. 742)), attraverso la quale il principio rigoroso del trasferimento del controllo attraverso offerta pubblica preventiva, previsto dall'art 10, comma 1°, Legge 149/1992, fu temperato dal legislatore (cfr. P. MONTALENTI, *La legge italiana sulle offerte pubbliche: prime riflessioni*, cit., p. 864) e tramite cui veniva consentito "*a posteriori agli azionisti di minoranza di vendere i propri titoli ad un prezzo comunque non inferiore a quello che è già stato pagato agli azionisti di maggioranza per la quota di controllo*" (cfr. A. MORANO - G. MARTOGLIA, *Problemi interpretativi in materia di opa successiva*, cit., p. 742). Questa fattispecie si configurava quale modalità d'acquisto del controllo derogatoria rispetto alla fattispecie generale dell'o.p.a. preventiva (cfr. P. MONTALENTI, *La legge italiana sulle offerte pubbliche: prime riflessioni*, cit., p. 864, R. WEIGMANN, *La nuova legge italiana sulle offerte pubbliche*, in *Banca borsa*, I, 1992, p. 428 ss., (spec. p. 435) e M. CUSMAI - R. D'AMBROSIO, *Riflessioni sull'istituto dell'opa obbligatoria*, in *Riv. dir. comm.*, 1995, p. 407 ss., (spec. p. 434)) e risultava avere una duplice finalità: "*una sanzionatoria in quanto a fronte della «violazione» dell'obbligo di promuovere l'OPA preventiva per acquisire il controllo di una società quotata, impone una «sanzione» avente lo stesso oggetto [...]. L'altra indennitaria rispetto ad una situazione di fatto che si era venuta a creare; cioè, quella per cui il controllo o una partecipazione rilevante di una società quotata sono stati ottenuti senza ricorrere alle procedure d'offerta obbligatorie previste dalla legge 149/92.*" (cfr. A. MORANO - G. MARTOGLIA, *Problemi interpretativi in materia di opa successiva*, cit., p. 742).

(8) Il sistema che aveva concepito il legislatore di regola-eccezione rispettivamente tra l'ipotesi di "*o.p.a. preventiva*" e l'ipotesi di "*o.p.a. successiva*" ebbe, tuttavia - nella concreta prassi applicativa - una attuazione in senso inverso. I dati presenti in CONSOB, *Relazione per l'anno 1998*, Roma, 31 marzo 1999, p. 68 ss., palesarono chiaramente tale situazione rilevando come periodo di vigenza della Legge 149/1992 si svolsero 125 operazioni, per un controvalore di 15.589 miliardi di lire, di cui 23 furono offerte volontarie non indirizzate a conseguire il controllo, in 8 casi si trattò di offerte pubbliche d'acquisto preventive finalizzate all'acquisizione del controllo laddove viceversa in ben 46 casi si operò attraverso offerte pubbliche d'acquisto successive al trasferimento del controllo (oltre a 3 offerte incrementalmente e a 41 offerte residuali). Sul tema, anche in dottrina non si tardò a rilevare come "[a] *prima vista la legge italiana [sembrasse] sancire il primato dell'Opa preventiva su quella successiva, essendo questa seconda configurata quale mera deroga alla prima*" e che, tuttavia, "*la deroga non [era] prevista per casi particolari, ma [aveva]*

qualsivoglia trasferimento di una partecipazione di controllo ovvero di una partecipazione rilevante.

L'obbligo di una o.p.a. (preventiva o successiva, a seconda del caso) non avrebbe trovato applicazione, in conformità alle previsioni di cui alla Legge 149/1992, solo ed esclusivamente<sup>(9)</sup> nel caso in cui l'acquisizione del controllo fosse occorsa in relazione ad una operazione posta in essere tra società legate da un rapporto di controllo, ovvero soggette ad un controllo comune<sup>(10)</sup>. Ai sensi dell'Articolo 10, comma 12°, della Legge 149/1992 veniva, difatti, testualmente previsto come "*l'acquisizione del controllo di una società quotata nei mercati regolamentati derivante da operazioni effettuate tra società direttamente legate da rapporto di controllo ovvero direttamente controllate da una stessa e unica società, ai sensi dell'art. 2359, primo comma, n. 1), del codice civile*", non fosse soggetta alle disposizioni di cui ai commi 1°, 3°, 7° e 8° di cui al medesimo Articolo 10. Veniva, per tal via, individuata tramite espressa ipotesi di esenzione una limitazione all'operatività del generale obbligo di

---

*lo stesso ambito di applicazione dell'Opa preventiva" e pertanto si fosse configurato un obbligo che potendo essere "sempre derogato, non [era] un vero e proprio obbligo" (cfr. M. CUSMAI - R. D'AMBROSIO, *Riflessioni sull'istituto dell'opa obbligatoria*, cit., p. 436; in senso conforme P. MONTALENTI, *Le offerte pubbliche di acquisto. Le fattispecie obbligatorie*, cit., pp. 51 e 52 e A. MORANO - G. MARTOGLIA, *Problemi interpretativi in materia di opa successiva*, cit., p. 740). Si veda inoltre, sul punto, F. CANNELLA, *Commento sub art. 106*, cit., p. 335, laddove, in riferimento alle caratteristiche del mercato societario italiano, sottolinea l'inefficienza delle norme allora previste in tema di o.p.a. affermando che, come evidenziato dalla dottrina, "*l'opa preventiva, preferibile sotto l'aspetto della trasparenza e della concorrenzialità del mercato del controllo, è necessaria in caso di acquisizione di una società ad azionariato diffuso per l'intuibile difficoltà che un soggetto intenzionato a «scalare» una società incontra nel contattare tanti piccoli investitori. Quando, invece, come avviene spesso in Italia, vi è un azionista di riferimento le cessioni del controllo avvengono sempre con il suo consenso, a mezzo di una trattativa privata e non attraverso un'offerta pubblica*".*

<sup>(9)</sup> Si veda in tal senso D. FANUELE, *Società quotate in crisi – Esenzione OPA*, in *Crisi d'impresa e ristrutturazioni*, a cura di F. Bruno e A. Rozzi, Le Società – Monografie, IPSOA, Milano, 2010, p. 183 ss. (spec. p. 183).

<sup>(10)</sup> Si rimanda per una descrizione di tale aspetto della disciplina a G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., p. 297 ss., R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, dir. da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 10, Tomo II, Torino, 1993, p. 317 ss. (spec. p. 472 ss.), P. MONTALENTI, *Commento sub art. 10*, in *Commentario della legge 18 febbraio 1992, n. 149*, a cura di R. Costi, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1997, p. 246 ss. (spec. p. 275 ss.) e D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F. Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, a cura di F. Vella, Giappichelli Editore, Torino, 2012, p. 1077 ss.

offerta pubblica<sup>(11)</sup>. Tale esenzione trovava la propria giustificazione, in primo luogo, (i) nella peculiare qualifica soggettiva posseduta dai soggetti che, di volta in volta, fossero stati autori dell'operazione di trasferimento di una partecipazione societaria rilevante ai fini della Legge 149/1992<sup>(12)</sup> e, in secondo luogo, (ii) in quanto tale trasferimento (a) essendo eseguito a livello infragruppo, (b) risultando finalizzato unicamente al riassetto ed alla razionalizzazione organizzativa di un gruppo di società<sup>(13)</sup>, e (c) determinando solo una diversa allocazione di *assets* all'interno di un soggetto giuridicamente unitario<sup>(14)</sup>, non determinava il reale mutamento dell'aggregazione di vertice e, di conseguenza, del detentore sostanziale del potere di indirizzo della società<sup>(15)</sup>. In relazione a tale trasferimento si sarebbe determinato un

---

(11) L'efficacia derogatoria in senso tecnico dell'esenzione in oggetto era duplice. La stessa operava anteriormente o susseguentemente rispetto ad una acquisizione del controllo, derogano all'obbligo di o.p.a. preventiva o successiva: in particolar modo, la disposizione in oggetto, avrebbe operato *ex ante* nell'ipotesi in cui si avesse avuto l'intenzione di acquisire una partecipazione di controllo o un partecipazione rilevante di una società rientrante nel perimetro di applicazione del comma 12°, impedendo il consolidarsi dell'obbligo di operare detto acquisto tramite una "o.p.a. preventiva" (Articolo 10, comma 1°, Legge 149/92); esplicava, viceversa, *ex post* la propria efficacia, laddove l'acquisizione di una tale partecipazione fosse già avvenuta, rendendo inoperante la previsione di un obbligo di "o.p.a. successiva" (Articolo 10, comma 8°, Legge 149/1992).

(12) Cfr. G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., p. 297; si veda altresì M.C. CARDARELLI, *Le cessioni infragruppo nella legge sulle offerte pubbliche*, estratto da: *Diritto della banca e del mercato finanziario, Volume X - (1996)*, Milano, 1996, p. 13, che rileva come "si può facilmente individuare un diverso trattamento per quei soggetti che si trovano in una posizione «qualificata», rispetto a[] «chiunque»" individuato dall'Articolo 10, comma 1°, della Legge 149/1992.

(13) Cfr. B. QUATRARO - L.G. PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, cit., p. 18. Con l'introduzione di tale esenzione veniva consentito al vertice di un gruppo di società una migliore gestione delle partecipazioni proprie e di quelle detenute da società controllate (cfr. G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., p. 298, che osserva come con la previsione di questa esenzione, un gruppo potrebbe "non solo procedere ad una nuova ridistribuzione dei titoli tra le varie parti del "sistema", ma anche effettuare operazioni di finanziamento d'una d'esse; così chi sta all'apice potrebbe disporre che la florida società A acquisti da B, parimenti controllata, il pacchetto di controllo di C, corrispondendo all'alienante un normale o ragionevole premio di maggioranza").

(14) E, pertanto, non determinando il mutamento dell'effettiva situazione di controllo; in senso conforme F. PALISI - R. RICCI, *L'obbligo di offerta pubblica in borsa (OPA), Profili teorici ed esegesi della disciplina italiana alla luce delle principali regolamentazioni vigenti*, Serie Ricerche n. 1, Luiss - Ceradi, Roma, 1996, p. 46.

(15) In dottrina vi è stato chi (cfr. F. GALGANO, *Gruppi di società, insider trading, OPA obbligatoria*, in *Contr. e impr.*, 1992, p. 637 ss. (spec. p. 642)), correttamente ha sottolineato, che, in questa particolare fattispecie, più che di acquisto di una partecipazione di controllo, tecnicamente, sarebbe corretto parlare di mero "transito" della stessa all'interno di un sistema nel quale un soggetto detiene comunque il

cambio del controllo esclusivamente di natura formale<sup>(16)(17)</sup> tale da non giustificare l'imposizione di un obbligo di offerta pubblica d'acquisto in capo al cessionario della partecipazione di controllo<sup>(18)</sup>.

Lo specifico aspetto sopra richiamato della Legge 149/1992 (*i.e.* la previsione – nel sistema di disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto definito da tale Legge – di un'unica ipotesi di esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto espressamente prevista dal Legislatore) oltre all'assenza di ulteriori disposizioni normative in tema di esenzione dall'obbligo di offerta pubblica, configuravano un modello di disciplina "chiuso" nel quale le fattispecie di esenzione (*rectius*, la fattispecie di esenzione) risultavano tassativamente determinate dalla legge e la cui applicabilità risultava connessa, pertanto, al verificarsi di presupposti oggettivi

---

controllo; si veda, in senso conforme, N. ABRIANI, *O.p.a. incrementale, o.p.a. successiva ed esenzione delle operazioni infragruppo*, in *Giur. comm.*, 1994, I, p. 80 ss. (spec. pp. 107-108), che sottolinea, similmente al precedente Autore, come "*nella fattispecie in esame non si verifica propriamente un trasferimento del controllo, ma semplicemente una sua diversa allocazione all'interno della più o meno composita struttura del gruppo*"

<sup>(16)</sup> Cfr. M. C. CARDARELLI, *Le cessioni infragruppo nella legge sulle offerte pubbliche*, cit., p. 15 ss., G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., p. 296, F. CANNELLA, *Commento sub art. 106*, cit., p. 367, M. GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, Giuffrè, Milano, 2004, pp. 302-303 e, in particolare, R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, cit., p. 483, che, in tal senso, scrive come "*nel mercato del controllo societario è necessario guardare alla sostanza dei fenomeni e quindi considerare unitariamente i gruppi, a prescindere dalle loro articolazioni. Cosicché lo spostamento da una ad altra società di una partecipazione di controllo di una terza società non muta in maniera rilevante la gestione della partecipata, finché questa resta sotto l'influenza dominante del medesimo vertice*".

<sup>(17)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. 97004441 del 19 giugno 1997, in cui l'autorità di controllo ebbe modo di specificare come "*la finalità della norma va ricercata nel fatto che lo spostamento del pacchetto di controllo all'interno di un gruppo, tra società legate da rapporto di controllo di diritto, non modifica la posizione degli azionisti di minoranza rispetto al soggetto controllante al vertice della catena*". L'autorità di controllo ebbe altresì modo di chiarire come, (cfr. Comunicazione n. 2009909 del 13 febbraio 2002) l'esenzione fosse tesa a creare un regime di favore per quelle operazioni societarie di mero riassetto partecipativo.

<sup>(18)</sup> Come sottolineato in dottrina (cfr. R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 483 e G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., p. 298) in caso di trasferimento infragruppo il trasferimento di ricchezza che tipicamente si realizza nelle operazioni di cessione della partecipazione di controllo (generando il c.d. premio per l'azionista di maggioranza) non sussiste in senso proprio in quanto l'eventuale valore aggiuntivo che è riconosciuto in ragione del trasferimento della partecipazione di controllo permane all'interno del gruppo. Non si rinviene quindi l'esigenza di imporre un obbligo di offerta pubblica d'acquisto in capo al cessionario della partecipazione di controllo poiché non vi sono azionisti da tutelare – cui garantire, pro rata, la distribuzione del premio di maggioranza.

individuati esclusivamente dalla legge medesima. Tale modello di disciplina risultava altresì caratterizzato, da un lato, dall'assenza di qualsivoglia delega normativa conferita all'autorità di controllo per la regolamentazione (in via secondaria) di tale specifico aspetto della disciplina<sup>(19)(20)</sup>, nonché, dall'altro, dall'assenza dell'attribuzione di un potere di concessione di esenzioni *ad hoc* all'autorità di controllo (in connessione a casi concreti in cui sarebbe apparso opportuno - a discrezione della stessa - non imporre un obbligo di offerta pubblica)<sup>(21)(22)</sup>. Il Legislatore, pertanto, con riferimento a tale aspetto della disciplina, tipicamente soggetto alla necessità di tener conto della rapida evoluzione del sostrato economico rilevante, "*tradendo*" in parte le condivisibili istanze espresse da una parte

---

(19) Tale delega venne successivamente inclusa all'articolo 106, comma 5° del D. Lgs. 58/1998 allorquando la Legge 149/1992 fu abrogata ed una nuova disciplina in tema di offerte pubbliche di acquisto (e relative esenzioni) venne adottata da parte del Legislatore.

(20) Potere regolamentare, che, in altre ipotesi, era esplicitamente previsto dalla Legge 149/1992. Si veda, ad esempio, tra i poteri normativi conferiti alla Consob nel vigore della Legge 149/1992, quelli di cui all'Articolo 15 in forza del quale si prevedeva che la Consob potesse determinare "*in via generale e, all'occorrenza, per casi particolari: (a) le informazioni che debbono essere rese pubbliche in sede di pubblicazione dell'offerta, le modalità di pubblicazione di questa e le garanzie di adempimento dell'obbligo di corrispondere il corrispettivo offerto; (b) le procedure e le modalità da seguire per divulgare, in pendenza dell'offerta, avvisi e comunicati diversi dal documento di offerta; (c) le modalità di pubblicazione dei risultati dell'offerta; (d) i requisiti e le modalità da osservare per le modificazioni dell'offerta*". Per un approfondimento in merito a tale disposizione della Legge 149/1992 si faccia riferimento a A. FREDDI, *Commento sub art. 15, in Commentario della legge 18 febbraio 1992, n. 149*, a cura di R. Costi, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1997, p. 319 ss. In tema di informazioni e di gestione delle stesse l'Articolo 27, comma 1° (modificato dalla legge 474/94) prevedeva altresì che "[p]rima della pubblicazione dell'offerta la divulgazione di notizie relative all'offerta è consentita nei casi e alle condizioni stabiliti dalla Consob". Si veda, per il commento a questa norma, L. ENRIQUES, *Commento sub art. 27, in Commentario della legge 18 febbraio 1992, n. 149*, a cura di R. Costi, in *Nuove leggi civ. comm.*, p. 431 ss.

(21) Cfr. in senso conforme D. FANUELE, *Società quotate in crisi - Esenzione OPA*, cit., p. 184 ss.

(22) Merita di essere ricordato come la proposta di modifica della 13° Direttiva del Consiglio in materia di diritto delle società, concernente le offerte pubbliche di acquisizione, trasmessa dalla Commissione al Consiglio il 10 settembre 1990, (il testo è pubblicato nella G.U.C.E. n. C 240/1990 del 26 settembre 1990) prevedeva che all'autorità di vigilanza dei singoli stati membri fosse concessa la possibilità di concedere deroghe all'obbligo di o.p.a., oltre che nei casi indicati dalla legge, anche nei casi in cui la stessa Autorità reputasse di concederle, con decisione motivata (Articolo 4, comma 3°). La formulazione contenuta nella proposta iniziale della Direttiva in oggetto, prevedeva una disposizione più rigorosa in merito a questa attribuzione alle autorità di vigilanza nazionali. Si imponeva, infatti, che l'autorità di vigilanza potesse concedere deroghe all'obbligo di o.p.a., solo con decisione debitamente motivata e sempreché la stessa avesse adottato tutti i provvedimenti necessari a garantire la parità di trattamento di tutti gli azionisti.

autorevole della dottrina<sup>(23)</sup>, adottò – con l'emanazione della Legge 149/1992 – un modello di disciplina connotato, come la prassi applicativa della stessa comproverà<sup>(24)</sup>, da un eccessivo livello di rigidità e, conseguentemente, non idoneo a rispondere alle esigenze della relativa realtà economica e/o di tenere conto delle concrete circostanze di fatto nelle quali il lancio di una offerta pubblica sarebbe apparso non necessario ovvero inopportuno<sup>(25)</sup>. La difficoltà applicativa e la lacunosità della Legge 149/1992<sup>(26)</sup> ebbero modo di manifestarsi, con riferimento a tale determinante e specifico aspetto della disciplina<sup>(27)</sup>, sotto due distinti profili<sup>(28)</sup>:

---

(23) Si veda in merito A. MIGNOLI, *Riflessioni critiche sull'esperienza italiana dell'opa: idee, problemi, proposte*, in *Riv. soc.*, 1986, p. 1 ss. (spec. p. 7), il quale – esponendo la propria opinione in merito al livello di flessibilità che dovrebbe contraddistinguere la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto evidenziava – con largo anticipo rispetto alla entrata in vigore della Legge 149/1992 – come "[i]n una disciplina dell'opa lo spazio fatto alla legge deve essere ridotto all'essenziale: a parte le grosse difficoltà di carattere tecnico per redigere un corpo normativo coerente e completo, la legge, lunga nei tempi del suo varo, e lunga nei tempi della sua modificazione, non è, proprio per questa sua rigidità, suscettibile di seguire con la necessaria prontezza una realtà in continua mutazione e di soddisfare le nuove esigenze che il collaudo dell'esperienza può aver rilevato. Essa può addirittura costituire un momento frenante di operazioni indispensabili in una economia vivace e in continuo ricambio, come può presentarsi a facili elusioni. Si tratta quindi di assicurare all'organo di controllo del mercato mobiliare un'ampia libertà di manovra volta ad assicurare flessibilità di comportamenti e di procedure, dotandola di un'ampia potestà regolamentare".

(24) Si veda, in merito, quanto verrà esposto ai paragrafi 3.1 *et seq.* di cui al presente Capitolo I che seguono con riferimento alla necessità da parte dell'autorità di controllo di introdurre *extra legem* ed in via "interpretativa" ulteriori ipotesi di esenzioni dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto.

(25) Sebbene tale attribuzione di poteri non fosse formalmente prevista da parte della legge, la Consob – tramite le proprie comunicazioni – ad identificare (ed a rendere concretamente applicabili) ulteriori ipotesi di deroghe all'obbligo di effettuazione di una offerta pubblica di acquisto nei casi previsti dalla legge.

(26) Si veda – per una valutazione in merito alla lacunosità della disciplina delle esenzioni di cui alla Legge 149/1992 – M. CUSMAI - R. D'AMBROSIO, *Riflessioni sull'istituto dell'opa obbligatoria*, cit., p. 443 ss. e E. BERLANDA, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, II, 1995, p. 880 ss. (spec. pp. 890-891).

(27) In senso conforme si veda M. LISANTI, *L'abrogazione della l. n. 149/1992 fra il testo unico della finanza e la prossima direttiva UE sulle OPA*, in *Corr. giur.*, 1998, I, p. 455 ss. (spec. pp. 471-472) secondo cui "[l]a scelta del Governo [di ancorare l'obbligo di offerta pubblica al superamento di una soglia fissa] è pienamente condivisibile, con l'avvertenza però che non sia la questione della soglia (30%, 33% o 40%) il nodo cruciale in materia di opa successiva. Il cuore del problema risiede infatti in due diverse questioni: la disciplina delle esenzioni e la possibilità, sotto particolari garanzie a tutela degli azionisti di minoranza, di ammettere offerte parziali".

(28) In dottrina fu rilevato come le "interpretazioni della Consob correvano il rischio di apparire troppo limitate e nello stesso tempo forzate"; così F. CANNELLA, *Commento sub art. 106*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, cit., p. 362.

da un lato, emersero numerose problematicità in relazione all'interpretazione dell'esenzione connessa alla c.d. "cessione infragruppo della partecipazione societaria"<sup>(29)</sup>, principalmente con riferimento (i) alla rilevanza/applicabilità di tale esenzione in relazione alle fattispecie di o.p.a. di cui alla Legge 149/1992<sup>(30)</sup>, (ii) al perimetro di applicazione dell'esenzione<sup>(31)</sup>, (iii) all'applicabilità della stessa (a) anche in caso di

---

(29) La considerazione circa l'importanza del fenomeno dei gruppi all'interno del quadro economico italiano, porta agevolmente a comprendere come le incertezze applicative di tale disposizione potessero assumere enormi conseguente pratiche. In questo senso G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., p. 299, secondo il quale "va ricordato che la disposizione in esame solleva una serie di quesiti in ordine alla sua reale portata, che vanno ben oltre l'interesse teorico, se si considera che praticamente la maggior parte delle realtà imprenditoriali italiane s'articola in gruppi a struttura più o meno rigida" nonché F. CANNELLA, *Commento sub art. 106*, cit., p. 366 secondo cui "si tratta di un'esenzione assai importante sul piano pratico, alla luce degli assetti proprietari delle società quotate nel nostro Paese".

(30) Come rilevato in dottrina (cfr. N. ABRIANI, *O.p.a. incrementale, o.p.a. successiva ed esenzione delle operazioni infragruppo*, cit., p. 107; R. COSTI, *Operazioni infragruppo e OPA obbligatoria*, in *Giur. comm.*, 1993, I, p. 65 ss. (spec. p. 67); G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., p. 298-299; R. LENER - A. GALANTE, *Offerta pubblica di acquisto*, cit., p. 324; R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 485; P. MONTALENTI, *Commento sub art. 10*, cit., p. 275; M.C. CARDARELLI, *Le cessioni infragruppo nella legge sulle offerte pubbliche*, cit., p. 13) l'applicazione della disposizione in oggetto non avrebbe dovuto trovare applicazione unicamente in relazione alle operazioni che comportassero una "acquisizione del controllo" come dettava la prima parte di tale della norma, bensì anche alle ipotesi di acquisizione di una partecipazione rilevante o di acquisti incrementali. Secondo G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., p. 299, a tale conclusione si poteva giungere anche senza un richiamo esplicito alle norme richiamate. In tale senso deponeva "una ragione di coerenza sistematica per cui parrebbe logico, anche in assenza d'una previsione espressa, esentare la fattispecie minore tutte le volte in cui ciò accada per quella maggiore; quindi, se può liberamente circolare la partecipazione che assicura la maggioranza di diritto, di fatto o equivalente alla quota di maggioranza relativa (art. 10 commi, 1, 2, 3, 8 l. 149/92) tanto varrà anche per gli acquisti che eccedano il limite contemplato, nell'art. 10 comma 7".

(31) Nel senso di una interpretazione eccessivamente estensiva si era spinta parte della dottrina (cfr. F. GALGANO, *Gruppi di società, insider trading, OPA obbligatoria*, cit., p. 637 ss.; per una approfondita critica all'ipotesi proposta da quest'ultimo autore si veda G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., p. 306 ss., oltre a P. MARCHETTI, *Opa obbligatoria e circolazione del controllo all'interno del gruppo*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 1259 ss. (spec. p. 1268)) sulla base di una eccessiva valorizzazione all'articolo "2359 comma 1 n. 1" di cui all'articolo 10, comma 12°, 149/1992. Secondo tale dottrina tale rinvio legislativo non sarebbe stato da riferirsi alla qualifica soggettiva dei soggetti coinvolti nell'operazione di cessione partecipativa rilevante ai fini della sussistenza o della insussistenza della deroga da obbligo di offerta pubblica, bensì all'oggetto sostanziale del trasferimento. Questa interpretazione avrebbe portato a ritenere esenti dall'obbligo di offerta pubblica d'acquisto tutte le operazioni infragruppo con cui si ceda una partecipazione di diritto direttamente posseduta (Cfr. P. MONTALENTI, *Commento sub art. 10*, cit., p. 276; si veda inoltre G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., pp. 299-300, che ricorda come, in riferimento all'ipotesi interpretativa in oggetto, all'o.p.a. rimarrebbero soggetti, per tal via, "tutti quei trasferimenti onerosi eccedenti i limiti dell'art. 10, comma 7° ed escluse le transazioni operate tra società controllate di fatto, relative al controllo di diritto di terzo ente con titoli negoziati nei mercati ufficiali"). La dottrina maggioritaria (Cfr. G. ROMAGNOLI, *Le offerte*

controllo tramite soggetti interposti, società partecipate o società fiduciarie<sup>(32)</sup>, (b) alle c.d. "operazioni di riassetto societario"<sup>(33)</sup>, e (c) ai gruppi di cui avessero fatto parte non

---

*pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., p. 300; P. MONTALENTI, *Commento sub art. 10*, cit., p. 277; R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 487), viceversa, concordava nel ritenere che dovesse sussistere un rapporto di partecipazione diretta alternativamente in linea collaterale o in linea discendente tra le società che ponevano in essere l'operazione di cessione. Sarebbe pertanto stato possibile le partecipazioni in una società quotata fra società legate tra loro da un rapporto di controllo azionario di diritto, in linea retta di primo grado o in linea collaterale, ovverosia tra "società madre" e "società figlia", oppure tra due "società sorelle", controllate da una unica "società madre" (in merito si veda R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 487 secondo cui questa restrizione avrebbe potuto essere elusa "con una duplicazione di cessioni, se i gradi di controllo sono più distanziati: ad es. facendo trasferire il pacchetto azionario dalla società madre alla società figlia e successivamente alla società nipote, anziché direttamente dalla prima alla terza.").

<sup>(32)</sup> In merito, si riteneva sussistesse un obbligo di offerta pubblica in relazione a tutte le ipotesi di operazioni di cessione di partecipazioni rilevanti che – sebbene riferibili ad un unico centro direttivo – non fosse stato possibile ricondurre allo stesso direttamente in ragione della presenza di soggetti interposti, società partecipate o società fiduciarie (cfr. G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., p. 300, P. MONTALENTI, *Commento sub art. 10*, cit., p. 277). La questione era dibattuta poiché, prima della riforma introdotta da parte della D. Lgs. 9 aprile 1991, n. 127, l'Articolo 2359 disciplinava, al n. 3), il controllo indiretto per il tramite di una società controllata, come autonoma fattispecie di controllo, tacendo in relazione al controllo realizzato tramite società fiduciarie o tramite l'interposizione soggettiva. Successivamente, con l'intervento di riforma, eliminando l'ipotesi di controllo indiretto come ipotesi autonoma di controllo, ed inserendo la stessa al n. 1, si è operata una equiparazione della stessa con il controllo per il tramite di società fiduciaria o per il tramite di interposta persona. Alla luce della disciplina riformata dei gruppi quindi non si ha più una distinzione rilevante tra il controllo indiretto realizzato tramite società controllata e controllo indiretto realizzato tramite società fiduciaria od interposta persona. In dottrina (cfr. N. ABRIANI, *O.p.a. incrementale, o.p.a. successiva ed esenzione delle operazioni infragruppo*, cit., p. 108) si era affermato come "legislatore [avesse] recepito una nozione «nucleare» di gruppo, più ristretta rispetto a quella delineata dal codice civile e dalle ormai numerose leggi speciali" in quanto una diversa ricostruzione avrebbe fortemente limitato l'operatività del sistema di obblighi di o.p.a. imposti dalla legge. La norma, pertanto avrebbe trovato applicazione nel solo caso di controllo di diritto, laddove si potesse cioè disporre direttamente «della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria», ex Articolo 2359, comma 1°, n. 1, del Codice Civile (cfr. G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., p. 300-301; N. ABRIANI, *O.p.a. incrementale, o.p.a. successiva ed esenzione delle operazioni infragruppo*, cit., p. 114; P. MARCHETTI, *Opa obbligatoria e circolazione del controllo all'interno del gruppo*, cit., p. 1263; A. GAMBINO, *L'Opa e la circolazione endogrupo delle partecipazioni di controllo*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 1257 ss.; R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 486-487).

<sup>(33)</sup> La Consob contribuì a definire il perimetro di applicazione dell'esenzione in oggetto occupandosi in primo luogo delle c.d. "operazioni di riassetto del controllo all'interno del medesimo gruppo" (così denominate da parte della stessa Consob). Tale categoria di operazioni societarie, identificate da parte dell'autorità di controllo in una serie successiva di proprie Comunicazioni (cfr. Comunicazione Consob n. 93006082 del 22 luglio 1993, Comunicazione Consob n. 94000948 del 4 febbraio 1994 e Comunicazione Consob n. 95003091 del 19 aprile 1995 che si leggono in CONSOB, *L. 18 febbraio 1992 n. 142. Orientamenti interpretativi e criteri applicativi della legge Opa*, in *Bollettino Consob*, 1997, fasc. 5, Ed. Speciale), riguardava una tipologia di operazioni nelle quali – pur verificandosi il trasferimento del

solo persone giuridiche bensì anche persone fisiche<sup>(34)</sup>. Dall'altro lato, l'autorità di controllo – al fine di evitare che l'obbligo di offerta pubblica trovasse applicazione nei casi in cui il trasferimento del controllo di un emittente non si fosse effettivamente determinato<sup>(35)(36)</sup> ovvero casi nei quali fosse apparso necessario anteporre e tutelare interessi sovraordinati rispetto a quelli concretamente protetti dall'imposizione dell'obbligo di effettuare una offerta pubblica d'acquisto<sup>(37)</sup> – giunse (anche al fine di far fronte ai limiti ed all'inadeguatezza dell'allora vigente normativa sulle offerte

---

controllo di una società quotata – non si sarebbe determinato il consolidarsi degli obblighi di offerta pubblica ex Articolo 10, comma 1° o 8°, della Legge 149/1992 e, questo, sebbene tali operazioni non si ritenesse rientrassero nell'ipotesi di esenzione di cui all'Articolo 10, comma 12°, della Legge 149/1992. La Consob giunse a tale conclusione sulla base di due motivazioni di carattere sistematico: da un lato, vi era la considerazione che tali operazioni esaurissero i loro effetti in un ambito di carattere soggettivo caratterizzato da rapporti di controllo di natura totalitaria; dall'altro, in quanto con riferimento alle stesse fosse impossibile realizzare un plusvalore per il cedente. Si individuò quindi un restringimento dell'area di operatività dell'obbligo di offerta, sulla base dell'individuazione di una sorta di "sotto-categoria" di ipotesi di esenzioni di cui all'Articolo 10, comma 12°, della Legge 149/1992, costituita da ipotesi nel quale il controllo societario fosse stato particolarmente rilevante (totalitario, appunto). In questo, come in successivi casi, si deve ritenere che l'intervento della Consob si sia spinto ben oltre la semplice interpretazione del dettato normativo, assumendo semmai i caratteri dell'integrazione dello stesso.

(34) La Consob intervenne con riferimento all'esenzione in oggetto anche per risolvere una questione interpretativa molto dibattuta determinata da una lacuna legislativa molto evidente presente nel testo della disposizione di cui all'Articolo 10, comma 12°, della Legge 149/1992. La stessa, infatti, faceva riferimento solo ad operazioni poste in essere tra società. Forzando il dato letterale, la Consob intervenne su questo punto giudicando come l'Articolo 10, comma 12° dovesse essere interpretato nel senso di trovare applicazione anche in casi in cui dei gruppi facciano parte persone fisiche (cfr. Comunicazione Consob n. 93008004 del 21 settembre 1993 e Comunicazione Consob n. 97000939 del 31 gennaio 1997). La Consob, in particolare, giudicò che non sussistesse alcuna ragione per discriminare tra persona giuridica in forma societaria e persona fisica, laddove, viceversa, si sarebbe creata una immotivata ed irragionevole disparità di trattamento in caso di applicazione contraria.

(35) Cfr. M. CUSMAI - R. D'AMBROSIO, *Riflessioni sull'istituto dell'opa obbligatoria*, cit., pp. 445-446 la "mancanza di deroghe per il caso in cui non vi sia stata la corresponsione di un premio di controllo costituisce una rilevante lacuna" della legge allora vigente e ciò "in quanto, se è vero che le finalità dell'imposizione dell'obbligo di Opa è la realizzazione della parità di trattamento degli azionisti della società bersaglio, è altresì vero che di parità di trattamento non può parlarsi in astratto, ma solo in relazione ad un beneficio tangibile, normalmente corrisposto all'azionista di maggioranza in occasione dell'acquisizione del controllo".

(36) Si fa riferimento all'esenzione in caso di operazioni di fusione enucleata dalla Consob con Comunicazione Consob n. 95008282 del 6 ottobre 1995; si rinvia, in merito, alla successiva nt. 36.

(37) Si fa riferimento all'esenzione in caso di operazioni di salvataggio di società in crisi enunciata da parte della Consob con Comunicazione Consob n. 3158/94 del 22 febbraio 1994; si rinvia in merito al successivo paragrafo 3 di cui al presente Capitolo I.

pubbliche d'acquisto<sup>(38)</sup>) alla enucleazione di ulteriori casi di esenzione dall'obbligo di o.p.a. Tra detti casi si annoverano le operazioni di fusione<sup>(39)</sup> ed il caso in cui il controllo di una società fosse stato trasferito nel contesto di una operazione di salvataggio di una società in crisi<sup>(40)</sup>. La prassi applicativa, pertanto, si discostò notevolmente dal sistema di disciplina delle esenzioni definito dalla Legge 149/1992<sup>(41)</sup>.

## 2. L'ATTIVITÀ D'INTERPRETAZIONE SVOLTA DALLA CONSOB

Al fine di far fronte alla richiamata inadeguatezza e incompletezza della Legge 149/1992<sup>(42)</sup> e nel tentativo di risolvere le molte questioni di difficile interpretazione che la concreta applicazione di tale legge fece emergere, la Consob si rese protagonista di una delicata attività di ermeneutica del testo normativo; attività che talora sfociò in determinazioni che si configurarono quali vere e proprie integrazioni della normativa allora vigente. Se, con riferimento alle comunicazioni rese in merito alla fattispecie legale di esenzione relativa ai trasferimenti infragruppo di partecipazioni societarie di controllo<sup>(43)</sup>, l'intervento di supplenza normativa fu

---

<sup>(38)</sup> In questi termini R. ROVERSI, *Analisi dei provvedimenti Consob in materia di OPA* (seconda parte), cit., p. 1382.

<sup>(39)</sup> Con la Comunicazione Consob n. 95008282 del 6 ottobre 1995 l'autorità di controllo ha provveduto a dirimere la problematica relativa ai rapporti sussistenti tra l'operazione di fusione societaria e la disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto sostenendo che "*la fusione è, [...], operazione tipica intesa a realizzare obiettivi propri, sinteticamente individuabili nella riduzione ad unità dei patrimoni di due o più società e nella confluenza dei soci in un'unica struttura organizzativa*" e che, conseguentemente, "*non si ravvisa l'elemento dell'acquisizione di una partecipazione rilevante ai sensi dell'art. 10 della legge n. 149/92*".

<sup>(40)</sup> Si rinvia in merito a quanto verrà riportato ai paragrafi 3 *et seq.* di cui al presente Capitolo I.

<sup>(41)</sup> Cfr. F. CANNELLA, *Commento sub art. 106*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, cit., p. 362; P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 1999, p. 150 ss., (spec. p. 175).

<sup>(42)</sup> In questi termini R. ROVERSI, *Analisi dei provvedimenti Consob in materia di OPA* (seconda parte), cit., p. 1382.

<sup>(43)</sup> Si rinvia in merito al paragrafo 1 (del presente Capitolo I) che precede e specificamente alle note 27, 28, 29, 30 e 31 ed ai richiami alle Comunicazioni Consob in tema di esenzione in caso di operazioni infragruppo ivi effettuati.

esercitato entro limiti che non vanno oltre una interpretazione "ortopedica" di carattere correttivo/integrativo, per quanto attiene alla enucleazione *extra legem* delle ulteriori ipotesi di esenzione – quale l'esenzione in caso di salvataggio di società in crisi – l'intervento della Consob ebbe il carattere di vera e propria "legiferazione suppletiva" in relazione alla disciplina legale delle offerte pubbliche d'acquisto definita dalla Legge 149/1992. L'individuazione da parte della Consob di tale ipotesi di esenzione ebbe luogo tramite lo strumento della comunicazione interpretativa.<sup>(44)</sup>

Si ricorda in merito come, oltre all'emanazione di regolamenti atti a specificare norme di rango legislativo, emanati sulla base di specifiche attribuzioni/deleghe conferenti poteri di normazione per via regolamentare, le autorità di controllo spesso esercitano una funzione interpretativa, non prevista dalla legge in via espressa tramite c.d. "atti interpretativi in senso stretto"<sup>(45)</sup> distinguibili in "atti interpretativi a

---

<sup>(44)</sup> In merito si ricorda come nell'ambito della regolamentazione dei mercati finanziari, così come in altre discipline di settore, si formano talvolta istituti nuovi, o si affermano soluzioni inattese, suggerite dalla necessità pratica di disciplinare realtà in continua e rapida evoluzione. Nel novero di tali fenomeni rientrano talune tecniche di regolamentazione e di controllo realizzate attraverso strumenti non perfettamente inquadrabili negli schemi tipici delle fonti (legislative o giurisprudenziali). Infatti, le Autorità di controllo ricorrono sempre più frequentemente ad atti - genericamente qualificabili «*atti interpretativi*» - tramite i quali svolgono una continua opera di chiarificazione, con riferimento a norme tanto di legge, quanto regolamentari, orientando per tale via - anziché esercitando i più tipici poteri di normazione secondaria - l'operato dei soggetti rientrati nella sfera dei loro controlli (così testualmente F. ANNUNZIATA, *Interpretare o «legiferare»? Le comunicazioni persuasive delle Autorità di controllo sui mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 896 ss. (spec. p. 896-897)). L'autore, con questo *incipit* del proprio contributo, che si è ritenuto opportuno riportare integralmente, disegna un quadro nitido della prassi adottata da parte delle autorità di controllo di emanare proprie comunicazioni con valore "sub-normativo". L'autore rinviene la causa di tale prassi nella "notevole complessità e frammentarietà" che la legislazione in materia assume in pressoché tutti gli ordinamenti. Lo stesso autore aggiunge sul punto che "in effetti, il mercato finanziario è stato recentemente caratterizzato da un elevatissimo tasso di innovazione legislativa e regolamentare, stimolato sia dall'esigenza - manifestata dal legislatore e dagli Organi di controllo - di colmare lacune, più o meno vistose, della regolamentazione, sia dalla volontà di dotare i singoli mercati nazionali di un quadro normativo adeguato a fronteggiare la concorrenza, sempre più accesa, tra le diverse piazze finanziarie". Per questa via "le Autorità di controllo si sono viste attribuire il compito di fornire «interpretazioni autentiche» di norme di legge e di regolamenti, venendo così a svolgere il duplice ruolo di legislatore (seppur secondario) e di «interprete» delle norme emanate. Si è perciò venuta progressivamente affermando una consistente prassi «interpretativa» da parte delle Autorità di controllo, che non risulta sempre perfettamente inquadrabile negli schemi tradizionali; prassi che [...], tende a produrre, quantomeno in via di fatto, veri e propri «precedenti» e, per tale via, una specie di normativa in qualche modo vincolante, tanto per gli operatori del mercato quanto per le stesse Autorità di controllo".

<sup>(45)</sup> Aveni le seguenti caratteristiche: (i) la generalità (non essendo limitati a specifiche norme); (ii) non sono tecnicamente ipotesi peculiari di attuazione di potestà regolamentari; (iii) sono emanati su

*struttura vincolata*" ed *"atti interpretativi a struttura libera"*<sup>(46)</sup>.

La Consob, nel vigore della previgente disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto di cui alla Legge 149/1992, ed al fine di sopperire – tramite i propri orientamenti – alle lacune ed alle difficoltà applicative di suddetta legge<sup>(47)</sup>, dovette intervenire in molti casi con lo strumento delle comunicazioni interpretative<sup>(48)(49)</sup>. Tali comunicazioni, principalmente inquadrabili nella categoria di atti interpretativi a struttura libera<sup>(50)</sup>, vennero ad assumere un crescente valore *"normativo"* con

---

richiesta degli operatori che abbisognano di chiarimenti in merito a fattispecie controverse; e (iv) tendono a stabilire precedenti semi-vincolanti.

<sup>(46)</sup> Cfr. F. ANNUNZIATA, *Interpretare o «legiferare»? Le comunicazioni persuasive delle Autorità di controllo sui mercati finanziari*, cit., pp. 900-901. L'elemento dirimente ai fini di tale qualificazione risulta essere la formalizzazione o meno del procedimento di adozione degli atti interpretativi. L'autore identifica negli «atti a struttura vincolata» quelli nei quali *"l'Autorità di controllo interviene, fornendo chiarimenti e precisazioni, in virtù di un procedimento, o di un iter, in qualche modo formalizzato o, comunque, espressamente disciplinato ed organizzato"* laddove gli «atti a struttura libera» sono quelli in cui *"l'Autorità di controllo procede al rilascio di opinioni, cioè di pareri o atti «interpretativi», in assenza o al di fuori di qualunque «formalizzazione»"*.

<sup>(47)</sup> Con riferimento al solo caso – di grande rilievo come è evidente – in cui occorre valutare se, con riferimento a fattispecie di dubbia interpretazione, sussistesse o meno un obbligo di offerta pubblica d'acquisto in relazione alle diverse fattispecie di o.p.a. previste dall'Articolo 10 della Legge 149/1992, furono emanate, nel biennio 1992-1994, le seguenti comunicazioni interpretative da parte della Consob: SGE/RM/92008359 del 27 novembre 1992; SOC/RM/92008534 del 4 dicembre 1992; SOC/RM/93000393 del 19 gennaio 1993; SGE/RM/93001300 del 4 febbraio 1993; SOC/RM/93005050 del 16 giugno 1993; BOR/RM/93006026 del 20 luglio 1993; BOR/RM/93006027 del 20 luglio 1993; SOC/RM/93006082 del 22 luglio 1993; SGE/RM/93006321 del 4 agosto 1993; SOC/RM/93006358 del 6 agosto 1993; SOC/RM/93006534 dell'11 agosto 1993; SOC/RM/93008004 del 21 settembre 1993; SOC/RM/93009981 del 26 novembre 1993; SOC/RM/93010382 del 9 dicembre 1993; SOC/RM/93010642 del 16 dicembre 1993; SOC/RM/93011034 del 30 dicembre 1993; SOC/RM/94000948 del 4 febbraio 1994; SOC/RM/94003649 dell'11 aprile 1994; SOC/RM/94005621 del 6 giugno 1994; SOC/RM/94007953 del 9 agosto 1994; SOC/RM/94010469 del 17 novembre 1994.

<sup>(48)</sup> Si tratta di atti che la Consob *"rilascia, fornendo proprie interpretazioni delle più varie norme di legge o do regolamento, e della loro applicazione a singole fattispecie"*, così F. ANNUNZIATA, *Interpretare o «legiferare»? Le comunicazioni persuasive delle Autorità di controllo sui mercati finanziari*, cit., p. 907.

<sup>(49)</sup> Per una sintesi di tutte le Comunicazioni interpretative della Consob della Legge 149/1992 si veda in CONSOB, *L. 18 febbraio 1992 n. 142. Orientamenti interpretativi e criteri applicativi della legge Opa*, in *Bollettino Consob*, 1997, fasc. 5, Ed. Speciale. Per un commento degli orientamenti forniti dalla Consob, con proprie comunicazioni, in materia di offerte pubbliche d'acquisto, e in particolare sulla nozione di controllo e sul procedimento delle offerte pubbliche, si veda R. ROVERSI, *Analisi dei provvedimenti Consob in materia di OPA* (prima parte), in *Società*, 1997, p. 1262 ss.

<sup>(50)</sup> *"Indubbiamente, anche le Comunicazioni Consob rappresentano atti emanati dall'Organo di controllo in assenza di qualunque espressa previsione, formalizzazione o riconoscimento, ed allo scopo di*

riferimento a determinati ambiti della disciplina delle offerte pubbliche di cui alla Legge 149/1992<sup>(51)</sup>. Tale prassi condusse alla definizione di atti dalle caratteristiche innovative, in relazione ai quali la funzione interpretativa e legislativa si combinò secondo schemi non tradizionali<sup>(52)</sup>, in cui il contenuto «*interpretativo*» trascolorò spesso in un vero e proprio contenuto «*normativo*»<sup>(53)</sup>.

Oggetto di peculiare indagine e analisi fu la disciplina delle esenzioni di cui alla Legge 149/1992<sup>(54)</sup>, rispetto a cui l'incompiutezza della legge risultava maggiormente evidente<sup>(55)</sup>.

---

*soddisfare esigenze eminentemente pratiche*", così F. ANNUNZIATA, *Interpretare o «legiferare»? Le comunicazioni persuasive delle Autorità di controllo sui mercati finanziari*, cit., p. 915.

(<sup>51</sup>) Si veda in merito F. ANNUNZIATA, *Interpretare o «legiferare»? Le comunicazioni persuasive delle Autorità di controllo sui mercati finanziari*, cit., p. 911, laddove l'autore riferisce come "[t]anto negli Stati Uniti, quanto in Italia, gli strumenti a struttura libera hanno così assunto grande rilevanza, e costituiscono elementi dalla conoscenza dei quali è impossibile prescindere ove si intenda disporre di un quadro completo e aggiornato della normativa vigente: in proposito, è anche significativa la tendenza della dottrina a richiamare il contenuto (non importa se a favore, o contro) quando vengano affrontati i temi più rilevanti della disciplina dei mercati mobiliari".

(<sup>52</sup>) Così F. ANNUNZIATA, *Interpretare o «legiferare»? Le comunicazioni persuasive delle Autorità di controllo sui mercati finanziari*, cit., p. 901.

(<sup>53</sup>) Così F. ANNUNZIATA, *Interpretare o «legiferare»? Le comunicazioni persuasive delle Autorità di controllo sui mercati finanziari*, cit., p. 909, che aggiunge "la Consob espone sì il proprio «parere» sulla portata e sul contenuto delle norme analizzate, ma, al contempo, le specifica e le integra, talvolta innovandole".

(<sup>54</sup>) "Al di là delle contenuto delle singole Comunicazioni, ciò che preme rilevare è [...] il relevantissimo impatto che, talvolta, le Comunicazioni medesime hanno avuto nell'applicazione e nell'interpretazione di norme di legge e di regolamento", così F. ANNUNZIATA, *Interpretare o «legiferare»? Le comunicazioni persuasive delle Autorità di controllo sui mercati finanziari*, cit., p. 913, con una notazione dai contorni generici che appare opportuno ricollegare alle ipotesi di comunicazioni da parte della Consob che hanno condotto alla definizione di ipotesi di esenzione dall'obbligo di o.p.a. ulteriori rispetto a quelle legislativamente previste.

(<sup>55</sup>) Cfr. M. LISANTI, *L'abrogazione della l. n. 149/1992 fra il testo unico della finanza e la prossima direttiva UE sulle OPA*, cit., p. 473 secondo cui "[...] nel vigore della vecchia legge, l'autorità di controllo è stata chiamata a stabilire se l'obbligo di opa si fosse consolidato o non, ciò era dovuto alla mancanza di una disciplina compiuta in materia di esenzioni, la quale ha determinato una serie di decisioni non sempre coerenti fra loro e, in alcuni casi, addirittura contrarie alla stessa ratio dell'opa obbligatoria". Si veda altresì M. CUSMAI - R. D'AMBROSIO, *Riflessioni sull'istituto dell'opa obbligatoria*, cit., p. 445-446 nel quale contributo si ricorda come "[l]a mancanza di deroghe per il caso in cui non vi sia stata la corresponsione di un premio di controllo costituisce una rilevante lacuna" della legge n. 149 ricordando altresì, in merito alla finalità della disciplina sulle offerte pubbliche, come "se è vero che le finalità dell'imposizione dell'obbligo di Opa è la realizzazione della parità di trattamento degli azionisti della società bersaglio, è altresì vero che di parità di

Nei paragrafi che seguono si cercherà di ricostruire (tramite l'analisi delle più rilevanti Comunicazioni interpretative della Consob in tema di esenzioni dall'obbligo di o.p.a. in caso di operazioni di salvataggio di società in crisi emanate in corso di vigenza della Legge 149/1992) la prassi applicativa operata dalla Consob che ha condotto, al di fuori di ogni previsione legislativa, alla definizione di una esenzione, quale quella relativa al caso di salvataggio di società in crisi non prevista dalla legge.

### **3. L'ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI OFFERTA PUBBLICA D'ACQUISTO IN CASO DI OPERAZIONE DIRETTA AL SALVATAGGIO DI UNA SOCIETÀ IN CRISI NELLE COMUNICAZIONI CONSOB EMANATE NEL PERIODO DI VIGENZA DELLA LEGGE 149/1992**

Nel periodo di vigenza della Legge 149/1992<sup>(56)</sup>, oltre alla fattispecie di esenzione legislativamente prevista all'articolo 10, comma 12°, in relazione alla ipotesi di cessione infragruppo di una partecipazione rilevante<sup>(57)</sup>, la Consob individuò – per via interpretativa – un ulteriore caso in cui l'imposizione di un obbligo di offerta pubblica sarebbe apparso – a giudizio dell'autorità di vigilanza – una soluzione non in linea con le finalità perseguite dalla summenzionata legge. In particolare, la Consob, nei casi che verranno di seguito richiamati, giunse a ritenere

---

*trattamento non può parlarsi in astratto, ma solo in relazione ad un beneficio tangibile, normalmente corrisposto all'azionista di maggioranza in occasione dell'acquisizione del controllo"*

<sup>(56)</sup> Si veda E. BERLANDA, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 890-891, che – anticipando la soluzione che verrà adottata successivamente nel D. Lgs. 58/1998 (e nel Regolamento Emittenti della Consob) – evidenziò, nel proprio scritto, la necessità di prevedere – nell'ambito della disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto – una specifica ipotesi di esenzione in relazione alla fattispecie di operazioni di salvataggio realizzate tramite un aumento di capitale della società oggetto del salvataggio stesso.

<sup>(57)</sup> In sede di approvazione definitiva del testo della Legge 149/1992 sulle offerte pubbliche d'acquisto, non fu accolto "un emendamento che stabiliva una «deroga totale o parziale dall'obbligo [di opa] di cui al comma 1 [da adottare] con decreto motivato dei ministri del Tesoro e dell'Industria, quando risponda all'interesse del mercato del risparmio azionario o risulti necessaria per rendere possibile un'operazione rispondente ad un preminente interesse di razionalizzazione delle strutture imprenditoriali»" (cfr. R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 477). Tale rilievo evidenzia come durante i lavori preparatori quindi fosse sentita l'esigenza di introdurre altre ipotesi di esenzioni oltre a quella che, nel testo definitivo della Legge 149/1992, per le operazioni infragruppo (Articolo 10, comma 12°, della Legge 149/1992), venne effettivamente adottata.

come, anche nel caso in cui una partecipazione rilevante fosse stata trasferita in relazione ad una operazione diretta al salvataggio di una società in crisi finanziaria, avrebbe dovuto ritenersi insussistente un obbligo di offerta pubblica in capo al cessionario della partecipazione di controllo relativa ad un emittente quotato<sup>(58)</sup>.

La necessità di derogare all'obbligo di offerta pubblica condusse la Consob, sulla base presumibilmente di una valutazione dal prevalente carattere teleologico<sup>(59)</sup>, a ritenere non consolidato, e quindi non sussistente, alcun obbligo di o.p.a. nei confronti della società che avesse acquisito una partecipazione di controllo o rilevante al solo scopo di dare esecuzione ad un piano di ristrutturazione societaria. In questo caso, la Consob operò - di fronte alla necessità di sopperire all'esistenza di un'evidente lacuna normativa - come vero e proprio "*supplente regolamentare*"<sup>(60)</sup>.

---

<sup>(58)</sup> L'imposizione di un obbligo di offerta pubblica in relazione a tale peculiare fattispecie, sempre a giudizio della Consob, non sarebbe stata opportuna, tenuto conto degli elementi specifici ulteriori che caratterizzavano il mutamento degli assetti partecipativi (i.e. La parità di trattamento degli azionisti di minoranza in relazione alla distribuzione del premio di maggioranza e la possibilità di *exit* in casi di mutamento degli assetti partecipativi di controllo, ad opinione della Consob). In particolare, fu ritenuto necessario anteporre interessi che, alla luce di un'interpretazione sistematica della disciplina, dovevano ritenersi prevalenti rispetto a quelli protetti dall'obbligo di offerta pubblica.

<sup>(59)</sup> Cfr. M. CUSMAI - R. D'AMBROSIO, *Riflessioni sull'istituto dell'opa obbligatoria*, cit., p. 446; gli autori affermano che la Consob ha enucleato questa ipotesi di esenzione basando il proprio ragionamento "*su motivazioni incentrate sull'assenza dell'elemento soggettivo (intenzione di acquisire il controllo) piuttosto che sull'assenza di un interesse dell'azionista di minoranza da tutelare*". In realtà, in questa fattispecie, sono entrambe queste considerazioni che fondano l'esistenza della deroga. Potremmo ulteriormente affermare che è proprio l'interesse dell'azionista che in questo caso è oggetto di tutela. Tuttavia, nel caso specifico, date le condizioni peculiari in essere (crisi societaria), l'azionista non viene tutelato con una opzione di *exit* e con la distribuzione *pro rata* del premio di controllo, imponendo alla società o al consorzio, che acquisisce la partecipazione di controllo o la partecipazione rilevante ai fini della ristrutturazione societaria, un obbligo di offerta pubblica, bensì attraverso la tutela della sua *option value* sull'attivo societario, che si cerca di tutelare, favorendo operazioni di salvataggio, senza imporre l'aggravio economico dell'o.p.a.

<sup>(60)</sup> Così P. MONTALENTI, *Commento sub art. 10*, in *Commentario della legge 18 febbraio 1992, n. 149*, a cura di R. Costi, cit., p. 260, il quale rileva come "*non vi è traccia infatti nella legge italiana né di ipotesi di esonero, come ad esempio in caso di fusione, né di un potere dell'organo di vigilanza di stabilire esoneri ulteriori, debitamente motivati, come è stato proposto in sede comunitaria*". Ricollegandosi con quanto detto alla nota precedente l'Autore ricorda come la norma sembrasse "*consentire un'interpretazione restrittiva in tutte le ipotesi in cui l'acquisto di partecipazioni azionarie astrattamente idonee ad esercitare il controllo sia effettuato senza alcuna obiettiva intenzione di esercitare in concreto il controllo stesso, ma per uno scopo immediato e diretto di altra natura*". Si veda altresì G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., p. 316, secondo cui la "*necessità d'una valutazione obiettiva degli acquisti di titoli, conseguente al principio della tassatività delle deroghe all'OPA obbligatoria, non sembra, nella sua*

### 3.1 IL COMUNICATO STAMPA CONSOB DEL 22 FEBBRAIO 1994: IL CASO DELLA RISTRUTTURAZIONE FINANZIARIA DEL GRUPPO FERRUZZI E LA ENUCLEAZIONE DELLA FATTISPECIE DI ESENZIONE IN CASO DI SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN CRISI

Con la Comunicazione Consob 20 luglio 1995 n. 95006179<sup>(61)</sup><sup>(62)</sup>, l'autorità di controllo confermò ufficialmente - con una propria comunicazione interpretativa - quanto precedentemente enunciato nel proprio comunicato stampa datato 22 febbraio 1994<sup>(63)</sup>; ovvero che l'obbligo di offerta pubblica doveva considerarsi non consolidato in capo ad un gruppo di banche aderenti ad una operazione di ristrutturazione societaria. In particolare tale posizione venne assunta nonostante tale consorzio avesse acquisito una partecipazione idonea, sulla base dei presupposti applicativi identificati dall'Articolo 10 della Legge 149/1992, ad esercitare il controllo sulla società in relazione alla quale l'operazione di ristrutturazione avrebbe dovuto essere condotta<sup>(64)</sup>. L'elemento che - a tal proposito - fu giudicato determinante al fine di addivenire a suddetta conclusione fu rinvenuto, da parte della Consob, nel fatto che l'assunzione del controllo sarebbe stato fondato non già dalla "*volontà di assumere il controllo [strictu sensu] del gruppo*" ovvero dalla finalità di "*esercitare in modo concentrato il diritto di voto o in ogni caso a gestire il gruppo*", bensì dall'intenzione di salvare uno dei maggiori gruppi industriali del paese.

---

*assolutezza, condivisa dalla Consob e dalla giurisprudenza amministrativa, che ne ha implicitamente avallato l'operato*".

<sup>(61)</sup> Comunicazione Consob pubblicata nella *Gazz. Uff.* del 31 luglio 1995.

<sup>(62)</sup> Tale Comunicazione fu preceduta, all'interno della stessa vicenda, dalla nota Consob n. 3158/94, del 22 febbraio 1994, e dalla Comunicazione Consob sull'ammontare delle partecipazioni rilevanti per la configurazione dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica d'acquisto con riguardo alle società Ferruzzi Finanziaria S.p.A. Fu nel primo di questi atti, la nota n. 3158/94, che la CONSOB espresse il suo orientamento a proposito della possibilità di derogare all'obbligo di o.p.a. nel caso in oggetto.

<sup>(63)</sup> Si fa riferimento alla Comunicazione Consob n. 3158/94 del 22 febbraio 1994.

<sup>(64)</sup> Ai fini della individuazione della società di controllo, la Consob non ritenne che dovessero essere computate ai fini della sussistenza dell'obbligo di o.p.a. per i motivi che nel paragrafo presente sono esplicitati, le partecipazioni detenute dal consorzio di banche unito per il salvataggio della società in oggetto. La Consob ritenne che il controllo fosse consolidato in capo ad un altro istituto bancario - Mediobanca - non consorziato ai fini del salvataggio della società del gruppo Ferruzzi.

### 3.2 IL SALVATAGGIO DEL GRUPPO FERRUZZI

La vicenda, nota alle cronache finanziarie italiane del tempo<sup>(65)</sup> e con riferimento alla quale la Consob venne ad assumere la summenzionata posizione interpretativa della allora vigente disciplina in tema di offerte pubbliche, riguardò il salvataggio da parte di un *pool* di banche del Gruppo Ferruzzi.

In data 4 giugno 1993, di fronte alla grave crisi finanziaria del suddetto Gruppo, le società Serafino Ferruzzi S.r.l. e Ferruzzi Finanziaria S.p.A. (di seguito, per brevità, anche "**FerFin**")<sup>(66)</sup>, da un lato, e Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A. ed un gruppo di banche agenti anche quali mandatarie di altri istituti di credito dall'altro<sup>(67)</sup> - tra di esse collegate in un consorzio di garanzia - addivenivano alla sottoscrizione di un accordo finalizzato al salvataggio del Gruppo Ferruzzi, da operarsi tramite il superamento della grave crisi finanziaria fronteggiata del Gruppo stesso, ed al rientro dei crediti, per quanto possibile, in favore del ceto bancario<sup>(68)(69)</sup>.

---

<sup>(65)</sup> G. MODOLO e F. TAMBURINI, *Ferruzzi, pronto a giorni il piano di salvataggio*, La Repubblica 27 luglio 1993.

<sup>(66)</sup> Società tramite le quali la famiglia Ferruzzi deteneva il controllo del Gruppo Ferruzzi - Montedison.

<sup>(67)</sup> Nella fattispecie si trattava della Banca Commerciale Italiana S.p.A., del Credito Italiano S.p.A., dell'Istituto Bancario San Paolo di Torino S.p.A., della Banca di Roma S.p.A. e Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A.

<sup>(68)</sup> In forza di tale accordo, le parti avrebbero dovuto predisporre un piano di ristrutturazione da attuarsi in un periodo di quattro anni e, in base a cui, *inter alia*, il capitale sociale della Ferruzzi Finanziaria avrebbe dovuto essere azzerato ex Articolo 2446 del Codice Civile e, successivamente, ricostituito con un aumento di capitale da attuarsi in tre fasi. Venne previsto inoltre, *inter alia*, (a) la costituzione in pegno di n. 2.801.258 azioni della società FerFin in favore delle banche facenti parti dello stesso, (b) la sostanziale estromissione dei membri della famiglia Ferruzzi dalle cariche in precedenza detenute, (c) la nomina del prof. Guido Rossi ed il dott. Enrico Bondi rispettivamente alla carica di presidente e amministratore delegato delle società FerFin e Montedison S.p.A., (d) la ricapitalizzazione di Fondiaria S.p.A. su proposta di Mediobanca (alla quale seguì la perdita del controllo da parte del Gruppo Ferruzzi, essendo la soglia del relativo possesso stata abbassata al 34%). In data 31 agosto 1993 seguì l'assemblea straordinaria dei soci della società FerFin che deliberò la riduzione del proprio capitale sociale ex Articolo 2446 del Codice Civile

<sup>(69)</sup> Per una ricostruzione della vicenda si veda Tribunale di Milano, 23 giugno 1997, in *Giur. It.*, 1998, 100 ss. nonché Corte di Appello Milano, 27 novembre 1998, in *Foro It.*, 1999, 2712 ss. oltre che in *Società*, N3/1999, p. 316 ss.

Nell'ottobre/novembre 1993 il *pool* di banche incaricate definirono il piano di ristrutturazione<sup>(70)(71)</sup>, teso "*prioritariamente ad assicurare ai creditori la possibilità di recuperare i loro crediti, nonché al gruppo di conseguire un equilibrio economico-patrimoniale di medio-lungo termine*"<sup>(72)</sup>. Il piano avrebbe dovuto attuarsi tramite la trasformazione dei crediti delle banche in capitale della FerFin attraverso la sottoscrizione di una serie di aumenti di capitale e conseguente subentro, da parte delle banche, al precedente azionista di controllo<sup>(73)</sup>.

In data 30 novembre 1993 l'assemblea straordinaria dei soci della società

---

<sup>(70)</sup> Il piano prevedeva, tra le altre iniziative, quali atti e/o operazioni volte al risanamento del gruppo: (i) interventi gestionali per il recupero di redditività e risorse finanziarie; (ii) dismissioni di partecipazioni industriali non strategiche, del patrimonio immobiliare e delle partecipazioni finanziarie; (iii) per ciò che attiene le banche creditrici, la ristrutturazione dell'indebitamento finanziario alla data del 31 maggio 1993, mediante il consolidamento del debito stesso a condizioni di tassi e di durata vantaggiosi per i debitori; nonché, dall'altra parte, assunzione dell'onere della ricapitalizzazione del gruppo mediante la sottoscrizione degli aumenti di capitale che il mercato dei risparmiatori e degli investitori istituzionali non avesse potuto o voluto assorbire.

<sup>(71)</sup> Il piano di ristrutturazione fu inviato alla Consob in data 12 ottobre 1993 e – a seguito delle modifiche apportate allo stesso sulla base delle richieste espresse da parte dei creditori esteri del gruppo – comunicato nuovamente in data 29 novembre 1993.

<sup>(72)</sup> Sia il piano originario, che le successive modifiche, furono trasmessi alla Consob.

<sup>(73)</sup> In tale contesto, nonostante fosse stata prevista una durata quadriennale del piano, la fase di emergenza avrebbe dovuto avere termine entro il diciottesimo mese dall'avvio del piano stesso. Alla scadenza di tale periodo, le banche del consorzio non sarebbero più state vincolate dall'obbligo di detenere le azioni della FerFin. La Consob, tenuto conto che il piano di ristrutturazione avrebbe dovuto attuarsi in un arco di tempo alquanto rilevante, confermò che – in relazione allo stesso – avrebbe continuato ad "*assicurare la sua vigile attenzione in ordine ai rapporti tra Ferfin e banche partecipanti al suo capitale, per verificare se il possesso delle partecipazioni continui ad essere strumentale al recupero dei crediti e valutare se, invece, non si determini in futuro una diversa situazione suscettibile di un differente apprezzamento*". In merito all'esecuzione del piano di ristrutturazione l'autorità di controllo sottolineò nel proprio comunicato come avrebbe dovuto essere "*garantita la massima trasparenza*" e che, pertanto, il diritto di voto in capo alle banche avrebbe dovuto essere "*esercitato nelle forme funzionali al riequilibrio economico-patrimoniale del gruppo*" societario di cui faceva parte la società FerFin. In dottrina non è mancato chi ha correttamente sottolineato come, indipendentemente dal fatto che l'esenzione in oggetto fosse stata concessa in mancanza di una "*base normativa adeguata*", in ogni caso in capo alla Consob residuasse "*uno spazio troppo ampio per l'apprezzamento discrezionale dell'organo di vigilanza, soprattutto là dove gli acquirenti, come nel caso della Ferfin, non si siano inibiti il diritto di voto, né si siano vincolati ad esercitarlo nel rispetto delle istruzioni impartite da un organo pubblico*." (cfr. R. LENER, *Le finalità di salvataggio di un'impresa in crisi di fronte alla riforma dell'opa obbligatoria*, in *Società*, n. 3/1998, p. 303 ss. (spec. p. 311)).

FerFin deliberò un aumento di capitale da attuarsi in tre fasi<sup>(74)(75)</sup>.

La quota partecipativa, pari al 48,68% nel capitale sociale della Ferruzzi Finanziaria S.p.A., conseguita da parte del *pool* di banche ad esito dell'aumento di capitale, deliberato in data 30 novembre 1993, risultava superiore alla soglia rilevante per il lancio di una offerta pubblica obbligatoria *ex* Articolo 10, commi 2° e 3°, della Legge 149/1992 e, pertanto, idonea a determinare il configurarsi di un obbligo di offerta "*successiva*" sulle azioni di tale società in forza delle previsioni di cui all'Articolo 10, comma 8°, della summenzionata legge. Più in dettaglio, il configurarsi di tale obbligo risiedeva nella possibilità di ritenere sussistente, tra le banche

---

(74) L'operazione di aumento di capitale della Ferruzzi Finanziaria S.p.A. avrebbe dovuto attuarsi attraverso le seguenti tre fasi: (A) aumento di capitale sociale ai sensi dell'articolo 1/15, 8° comma della legge n. 216 del 1974 mediante la emissione di n. 193.302.210 azioni ordinarie aventi valore nominale pari a Lire 1.000 (con godimento decorrente dal 1° gennaio 1993) da sottoscrivere da parte di primarie istituzioni bancarie *ex* Articolo 2441, 7° comma, del Codice Civile, con previsione di un obbligo di offerta anticipata in opzione ai possessori di azioni ordinarie (nel rapporto di 34 nuove azioni / 1 azione esistente); (B) ulteriore aumento di capitale per un importo pari a Lire 697.048.902.000 con emissione di azioni ordinarie (con godimento decorrente dal 1° gennaio 1993), da riservare in opzione agli azionisti di ogni categoria che fossero stati titolari delle azioni emesse in esecuzione dell'aumento di capitale di cui al punto (A) che precede attraverso (i) emissione di n. 298.735.242 azioni ordinarie (da riservare in opzione agli azionisti in un rapporto di 3 nuove azioni ogni 4 possedute ad un prezzo di Lire 5.000 per ciascuna azione (di cui Lire 4.000 dovute a titolo di sovrapprezzo)) a cui abbinare un *warrant* valido per sottoscrivere entro il 31 dicembre 1998 azioni ordinarie della società Ferruzzi Finanziaria S.p.A. da nominali 1.000 (godimento regolare) nel rapporto di 1 azione ogni *warrant* (al prezzo di Lire 1.500 per azione - di cui Lire 500 a titolo di sovrapprezzo), e (ii) emissione di n. 398.313.660 azioni ordinarie da riservare in opzione agli azionisti al prezzo di Lire 2.000 per azione (di cui Lire 1.000 a titolo di sovrapprezzo), in un rapporto di 1 a 1; (C) ulteriore aumento di capitale per un valore massimo pari a Lire 298.735.242.000 mediante emissione - anche in più fasi - di n. 298.735.242 azioni ordinarie, da nominali Lire 1.000, al prezzo di Lire 1.500 (di cui Lire 500 dovuto a titolo di sovrapprezzo) riservate esclusivamente all'esercizio del *warrant* di cui al punto (B)(i) che precede. La prima *tranche* fu sottoscritta per intero dal mercato; tra i vari sottoscrittori figuravano la società Serafino Ferruzzi S.r.l., sottoscrittrice di n. 89.487.902 azioni ordinarie di nuova emissione. Alla scadenza del periodo di offerta n. 436.298.310 azioni risultavano inopstate e dopo che le successive aste del 18 e del 21 febbraio 1994 andarono deserte, le banche del consorzio acquistarono diritti per la sottoscrizione di azioni in numero tale da determinare l'ingresso delle stesse nel capitale sociale della Ferruzzi Finanziaria S.p.A. per una quota di capitale pari al 48,68%.

(75) In data 11 aprile 1994, il Consiglio di Amministrazione della Ferruzzi Finanziaria S.p.A. deliberò un ulteriore aumento di capitale per un valore massimo di Lire 1.339.000.000. Con un successivo aumento di capitale, varato nel giugno-luglio 1994, la quota di capitale del consorzio bancario fu incrementata al 57,7% raggiungendo, infine, la quota pari al 67,7% nel luglio del 1995 a seguito del trasferimento in loro favore della quota che sino a tale momento era stata detenuta da parte della Serafino Ferruzzi S.r.l.

creditrice, alternativamente, (i) un accordo comune finalizzato alla gestione congiunta della società, ovvero - nella misura in cui si fosse accolta una visione restrittiva dell'Articolo 10 della Legge 149/1992<sup>(76)</sup> - (ii) un vero e proprio sindacato di voto congiunto<sup>(77)</sup>; ciò, in quanto le partecipazioni detenute da parte di ognuna delle banche non sarebbero state sufficienti ad integrare le fattispecie di controllo di cui all'Articolo 10, commi 2° e 3°, della Legge 129/1992<sup>(78)</sup>.

### 3.3 LA PRESA DI POSIZIONE DELLA CONSOB: IL COMUNICATO STAMPA N. 3158/94 DEL 22 FEBBRAIO 1994

Nell'ambito delle attività istruttorie connesse al piano di ristrutturazione del Gruppo Ferruzzi e mentre iniziavano a manifestarsi i primi dubbi in merito all'operazione<sup>(79)</sup>, la Consob - nella persona del proprio Presidente (anche su pressione delle banche interessate<sup>(80)</sup>) - emise un comunicato<sup>(81)</sup> in base al quale dichiarò come "*non fosse ravvisabile, a carico delle banche suddette, l'obbligo di promuovere un'o.p.a. successiva all'acquisto delle azioni in questione*" in quanto, l'intervento delle banche, valutato nell'ampio contesto dell'operazione di salvataggio, era diretto ad "*assicurare ai creditori il recupero dei crediti verso il gruppo Ferruzzi*", nonché "*a realizzare il suo riequilibrio economico-patrimoniale, con benefici effetti di carattere finanziario,*

---

<sup>(76)</sup> Si veda in merito quanto esposto al successivo paragrafo 3.6 di cui al presente Capitolo I.

<sup>(77)</sup> Ciò in quanto, singolarmente le banche non disponevano di una quota di capitale sufficiente nella società Ferruzzi Finanziaria S.p.A. a determinare in capo ad esse uno specifico obbligo di offerta pubblica.

<sup>(78)</sup> Come si dirà più diffusamente in seguito (cfr. paragrafo 3.6 che segue di cui al presente Capitolo I) vi sarebbe stata altresì la necessità di dimostrare che il "*controllo congiunto*" da parte delle banche fosse stato sufficiente ad determinare il configurarsi un obbligo di offerta pubblica (ciò, in quanto nessuno delle banche facenti parti del consorzio assunse il ruolo di "*socio di controllo*").

<sup>(79)</sup> Cfr. M. LISANTI, *Se l'Opa sia veramente tale*, commento a Corte d'Appello, 27 novembre 1998, in *Foro It.*, 1999, Vol. II, p. 2713.

<sup>(80)</sup> Cfr. Tribunale di Milano, 23 giugno 1997, in *Giur. It.*, 1998, p. 100 ss.

<sup>(81)</sup> Nota Consob n. 3158/94 del 22 febbraio 1994 in CONSOB, L. 18 febbraio 1992 n. 142. *Orientamenti interpretativi e criteri applicativi della legge Opa*, in *Bollettino Consob*, 1997, fasc. 5, Ed. Speciale, p. 15 ss.

*industriale e sociale*"<sup>(82)</sup>. In particolare, la Consob ritenne che, nonostante le richieste in senso contrario da parte dei soci di minoranza della Ferruzzi Finanziaria S.p.A.<sup>(83)</sup>, l'intervento delle banche non fosse idoneo a determinare il consolidarsi di un obbligo di offerta pubblica "successiva", non potendosi riscontrare "alcuna volontà di assumere il controllo del gruppo da parte delle banche impegnate ad acquisire partecipazioni in Ferruzzi". Gli accordi conclusi tra le banche, infatti, dovevano intendersi, secondo l'interpretazione della Consob, non volti ad "esercitare in modo concertato il diritto di voto o in ogni caso a gestire il gruppo", bensì diretti "al successo dell'azione di salvataggio"<sup>(84)</sup>.

### 3.4 LA RILEVANZA DELL'ELEMENTO SOGGETTIVO RISPETTO ALLE FATTISPECIE DELLE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO DI CUI ALLA LEGGE 149/1992 E LE RELATIVE IPOTESI DI ESENZIONE

Il provvedimento della Consob (le cui argomentazioni furono successivamente ribadite con riguardo al caso che coinvolse la società Santavaleria<sup>(85)</sup>) sin da subito criticato da parte della dottrina<sup>(86)</sup> e, parzialmente (ed

---

<sup>(82)</sup> Strumenti di coordinamento che – a giudizio della Consob – non rappresentavano un patto di sindacato risultando gli stessi "preordinati da un lato a garantire la sua puntuale e più efficace esecuzione e dall'altro a consentire l'ordinata dismissione della azioni rilevate senza turbare il buon funzionamento del mercato" (cfr. Nota Consob n. 3158/94, del 22 febbraio 1994 che si legge in CONSOB, L. 18 febbraio 1992 n. 142. *Orientamenti interpretativi e criteri applicativi della legge Opa*, cit., p. 15).

<sup>(83)</sup> R. LENER - A. GALANTE, *Elusioni (lecite?) dell'obbligo di OPA obbligatoria*, cit., p. 469 e G.RIV., *Consob scarta l'opa sul flottante*, in *Il Sole 24 Ore* del 23 febbraio 1994.

<sup>(84)</sup> La Consob, pertanto, al fine di escludere la sussistenza di un obbligo di offerta pubblica "successiva" in capo al pool di banche che subentrarono alla famiglia Ferruzzi nel controllo dell'omonimo Gruppo, attribuì rilevanza a due elementi di carattere precipuamente soggettivo. Ad essere ritenuto decisivo in tal senso, fu la mancanza di una "volontà di assumere il controllo del gruppo" ovvero l'"intento di acquisizione" (Cfr. R. LENER, *Le finalità di salvataggio di un'impresa in crisi di fronte alla riforma dell'opa obbligatoria*, cit., p. 310) da parte delle banche e, viceversa, la sussistenza dell'intento di "assicurare ai creditori il recupero dei crediti verso il gruppo Ferruzzi e a realizzare il suo riequilibrio economico-patrimoniale".

<sup>(85)</sup> La Consob confermò – con la comunicazione interpretativa n. 96011289 del 19 dicembre 1996 (cfr. Consob, *Orientamenti interpretativi e criteri applicativi della legge OPA*, cit., p. 23) – il proprio orientamento interpretativo esposto nei paragrafi che precedono allorché la stessa fu chiamata ad esprimersi in relazione alla ristrutturazione del Gruppo Santavaleria. In merito, la Consob confermò come dovesse ritenersi non consolidato un obbligo di offerta pubblica "successiva" in capo a delle banche che

indirettamente), da parte della giurisprudenza di merito, appare criticabile in quanto fondato sulla valutazione circa l'essenzialità di un requisito soggettivo, quale l'intenzione di acquisire il controllo, che era stato ritenuto necessario da parte dell'autorità ai fini di ritenere consolidato un obbligo di offerta pubblica<sup>(87)</sup>. Non sembra, tuttavia, che né una interpretazione letterale, né una interpretazione sistematica della Legge 149/1992 nel suo complesso, potessero ragionevolmente e legittimamente condurre ad un tale conclusione<sup>(88)</sup>. Parimenti, non poteva essere addotto, a tal fine, il riferimento all'intenzione di acquisire il controllo di cui al comma 1° dell'Articolo 10 della Legge 149/1992, dovendo, piuttosto, interpretare tale riferimento quale "*elemento distintivo*"<sup>(89)</sup> della specifica fattispecie di offerta pubblica disciplinata da tale disposizione (*i.e.* la c.d. offerta pubblica di acquisto "*preventiva*")

---

avessero acquisito una partecipazione rilevante se tale transazione fosse stata eseguita non già con la finalità di acquisire il controllo della società *target* bensì con l'intento di porre in essere una ristrutturazione della società che avesse consentito alla stessa il superamento di una crisi finanziaria. L'Autorità di controllo, dopo aver valutato il piano nella sua globalità, giudicando come "*l'intervento delle banche e degli altri creditori diretto all'acquisizione del controllo della Santavaleria ma piuttosto al recupero dei crediti vantati*" attraverso un'azione di risanamento condotta "*secondo gli indirizzi del piano di ristrutturazione*", ritenne non applicabile l'Articolo 10, comma 8°, Legge 149/1992 e, pertanto, non sussistente un obbligo di offerta pubblica "*successiva*" in capo agli istituti di credito.

<sup>(86)</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 890 ss.; M. LISANTI, *Se l'Opa sia veramente tale*, cit., p. 2716; R. LENER, *Le finalità di salvataggio di un'impresa in crisi di fronte alla riforma dell'opa obbligatoria*, cit., p. 310-311; R. LENER - A. GALANTE, *Elusioni (lecite?) dell'obbligo di OPA obbligatoria*, cit., p. 469. Tali ultimi autori, in particolare, definiranno "*anomala e assolutamente isolata la decisione della Consob*".

<sup>(87)</sup> Cfr. M. LISANTI, *Se l'Opa sia veramente tale*, cit., p. 2716.

<sup>(88)</sup> In merito si veda quanto sostenuto – in senso conforme all'opinione espressa – G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., p. 311 secondo cui "*la presenza di una deroga, oltremodo ristretta agli acquisti che non danno luogo ad un obbligo di presentazione d'un'offerta obbligatoria, permette di confermare due conclusioni: una prima per cui ogni atto traslativo a titolo oneroso può, per l'entità dei titoli trasferiti, divenire presupposto dell'obbligo; una seconda, per cui l'effetto del negozio va valutato obiettivamente per la sua capacità di incidere sugli equilibri tra azionisti dell'emittente. Tale ultima considerazione, confermata dalla mancata attribuzione alla Consob di un potere discrezionale di concedere esenzioni, ha come postulato l'assoluta irrilevanza normativa delle finalità ulteriori che l'acquirente si propone di realizzare con la partecipazione così conseguita. In altri termini, in qualunque modo si venga ad ottenere verso corrispettivo un numero rilevante di partecipazioni, senza coinvolgere la totalità degli azionisti, scatterà il dovere di proporre un'offerta*".

<sup>(89)</sup> Cfr. M. LISANTI, *Se l'Opa sia veramente tale*, cit., p. 2716.

rispetto alle altre ulteriori fattispecie previste dalla summenzionata legge<sup>(90)</sup>. In conclusione, si ritiene che l'obbligo d'offerta, in forza della Legge 149/1992, fosse riconnesso unicamente al solo verificarsi di presupposti obiettivamente valutabili<sup>(91)</sup>.

### 3.5 UN GIUDIZIO IN MERITO ALLA DECISIONE DELLA CONSOB

Sulla base dell'analisi che precede, appare ragionevole giungere alla conclusione che l'interpretazione della Legge 149/1992 proposta da parte della Consob fosse errata e che la stessa, piuttosto che fondarsi su solide argomentazioni giuridiche, fosse il risultato di una valutazione "equitativa"<sup>(92)</sup> della concreta fattispecie occorsa alla quale l'autorità di controllo giunse, probabilmente per effetto, tra le altre cause<sup>(93)</sup>, della forte pressione subita dalle banche coinvolte nell'operazione<sup>(94)</sup> e dell'esigenza di colmare una evidente lacuna normativa<sup>(95)</sup>.

In dettaglio, a giudizio di chi scrive, appaiono esservi quattro elementi che

---

<sup>(90)</sup> Merita di essere anticipato, in proposito, come – in sede di contenzioso (cfr. paragrafo 4.9 che segue – la difesa delle banche fu imperniata, tra le altre argomentazioni svolte, sull'argomento contrario ovvero sulla valutazione di tale elemento come "condizione per l'applicabilità dell'art. 10, 1° e 2° comma della legge n. 149/1992" (cfr. Trib. Milano, 23 giugno 1997, in *Giur. It.*, 1998, p. 104).

<sup>(91)</sup> Si veda in senso conforme G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, Padova, 1996, p. 311.

<sup>(92)</sup> Cfr. in senso conforme R. LENER, *Le finalità di salvataggio di un'impresa in crisi di fronte alla riforma dell'opa obbligatoria*, cit., p. 311, R. LENER - A. GALANTE, *Elusioni (lecite?) dell'obbligo di OPA obbligatoria*, cit., p. 469 e A. TUCCI, *Condizioni dell'opa obbligatoria e acquisizione del controllo mediante patto di sindacato*, in *Società*, N. 3/1999, pag. 316 ss. Sul punto si veda altresì G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., p. 312-313 secondo cui "nonostante il primo comma dell'art. 10 l. 149/92 esordisca facendo riferimento al chiunque "intenda" acquisire il controllo, non si possa discriminare tra acquisti rilevanti ed irrilevanti sulla base dell'intenzione dell'agente" in quanto solamente laddove fossero sussistiti gli "indici normativi che evidenziano l'obiettiva inidoneità dell'atto a far conseguire una stabile posizione di potere, potrà prescindere dall'applicazione della legge sulle OPA".

<sup>(93)</sup> Tra gli altri elementi presi in considerazione da parte della Consob ai fini di assumere la decisione in oggetto, vi fu, per certo, la constatazione – condivisibile – dell'eventuale azzeramento del valore dei titoli in caso di mancata attuazione del salvataggio evento che avrebbe determinato – in caso di offerta pubblica – il riconoscimento di un premio da dividere pro quota tra gli azionisti di minoranza certamente risibile.

<sup>(94)</sup> Cfr. Tribunale Milano 23 giugno 1997, in *Giur. It.*, 1998, p. 102.

<sup>(95)</sup> Cfr. R. LENER, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, in *Diritto Civile*, 1999, II, p. 241 ss. (spec. p. 262).

fondano il convincimento circa il fatto che quanto argomentato da parte della Consob, nel proprio comunicato stampa n. 3158/94, non risulti fondato da una genuina interpretazione delle disposizioni conferenti<sup>(96)</sup>.

Da un lato, vi sono un argomento "storico" ed un argomento testuale. Occorre ricordare in primo luogo, in relazione al primo argomento, come in sede di approvazione del testo di Legge 149/1992, non fosse stato accolto un emendamento teso ad introdurre nella legislazione una ulteriore ipotesi di esenzione dall'obbligo di offerta nel caso in cui, alternativamente, ciò rispondesse all'esigenza (a) di tutelare l'interesse del mercato del risparmio, ovvero (b) di rendere possibile un'operazione rispondente a un "preminente interesse di razionalizzazione delle strutture imprenditoriali"<sup>(97)</sup>.

L'emendamento richiamato testimonia, da un lato, come fosse stata avvertita da parte del Legislatore l'esigenza di integrare, quantomeno in sede di genesi della stessa, la disciplina delle offerte pubbliche con una specifica esenzione in relazione ai casi in cui il trasferimento del controllo fosse occorso al fine di agevolare la ripresa economico/finanziaria di una determinata impresa e, in relazione alla quale, l'acquisizione del controllo si fosse posta quale operazione necessitata e finalizzata a tale obiettivo. Dall'altro, fonda il legittimo convincimento che, ai sensi della (allora) vigente disciplina di cui alla Legge 149/1992, l'esenzione "concessa" dalla Consob con propria Comunicazione 20 luglio 1995 n. 95006179<sup>(98)</sup> risultasse *extra legem*<sup>(99)</sup> e frutto

---

<sup>(96)</sup> Per una valutazione simile si vede R. LENER, *Le finalità di salvataggio di un'impresa in crisi di fronte alla riforma dell'opa obbligatoria*, cit., p. 311; R. LENER - A. GALANTE, *Elusioni (lecite?) dell'obbligo di OPA obbligatoria*, cit., p. 469 sul punto gli autori affermano come "non [esistesse] alcun appiglio per negare l'obbligatorietà dell'opa nelle ipotesi di salvataggio" in corso di vigenza della Legge 149/1992.

<sup>(97)</sup> L'ipotesi di esenzione in oggetto – per la quale si rinvia a R. ZAGOARDI, *Un'Opa ancora provvisoria ma già garanzia per le minoranze*, in *Il Sole 24 Ore* del 9 febbraio 1992 nonché R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 477 – risultava redatta nel modo seguente: "deroga totale o parziale dell'obbligo di cui al comma 1 con decreto motivato dei ministri del Tesoro e dell'Industria, quando risponda all'interesse del mercato del risparmio azionario o risulti necessaria per rendere possibile un'operazione rispondente a un preminente interesse di razionalizzazione delle strutture imprenditoriali".

<sup>(98)</sup> All'atto di pubblicare ai sensi dell'Articolo 10, comma 3°, della Legge 149/1992, dell'ammontare delle partecipazioni rilevanti per la configurazione dell'obbligo di promuovere e un'offerta pubblica di acquisto, la Consob – con riferimento alla Ferruzzi Finanziaria S.p.A. – specificò come "ai fini della individuazione della partecipazione di rilevanza non [furono] prese in considerazione le partecipazioni

di un intervento puramente discrezionale<sup>(100)</sup>.

Ad avvalorare l'interpretazione di cui sopra vi è poi un elemento testuale della Legge 149/1992 che, come summenzionato<sup>(101)</sup>, da un lato, non prevede alcuna ipotesi di esenzione in caso di operazione tesa al salvataggio di una società<sup>(102)</sup> e, dall'altro, non offre spunti testuali per affermare, come sostenuto dalla Consob<sup>(103)</sup>, che l'intenzione dell'acquirente del controllo costituisca un elemento costitutivo di ciascuna disposizione di tale legge configurante un obbligo di offerta pubblica (ed in ogni caso, non certamente con riferimento all'ipotesi di offerta pubblica "successiva" ex Articolo 10, comma 8°, Legge 149/1992).

A corroborare la conclusione sopra esposta vi sono, inoltre, due circostanze di fatto che testimoniano come non potesse ritenersi (neanche in via interpretativa) sussistente nel nostro ordinamento, in vigenza della Legge 149/1992, la fattispecie di esenzione in oggetto.

Da un lato, è la stessa Consob che avrebbe reso evidente la sussistenza di una lacuna normativa<sup>(104)</sup> allorquando, all'atto di elaborare un progetto di riforma della

---

*detenute dagli istituti di credito in considerazione delle particolari modalità e finalità di acquisizione delle stesse".*

<sup>(99)</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, cit. p. 175.

<sup>(100)</sup> Si veda a tal proposito G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., p. 316 il quale ebbe modo di rilevare come solo "infatti riconoscendo, contro lo spirito della l. 149/92, e nel silenzio delle norme, un potere discrezionale di valutazione dei presupposti, è possibile giungere alla conclusioni espresse dal Tar e confermate dal Consiglio di Stato" (i.e. la legittimità dell'intervento da parte della Consob con riguardo alla vicenda del Gruppo Ferruzzi) ed unicamente "approvando una sorta di autoattribuzione di poteri, desumibile dagli atti dell'organo di controllo, è possibile ammettere la discriminazione tra possessi azionari rilevanti e d irrilevanti ai fini dell'obbligo, in ragione delle intenzioni dei soci maggioritari".

<sup>(101)</sup> Cfr. paragrafo 2 di cui al presente Capitolo I.

<sup>(102)</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, cit., p. 176 in cui l'autore sottolinea come – esaminando la disciplina delle esenzioni da obbligo di offerta introdotte dal decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 – l'ipotesi di esenzione relativa al caso di salvataggio di società in crisi fosse stato – in corso di vigenza della Legge 149/9292 – già anticipato da parte della Consob "in difetto di base normativa".

<sup>(103)</sup> Cfr. paragrafi 3.1 e 3.3 che precedono di cui al presente Capitolo I.

<sup>(104)</sup> Oltre che le proprie incertezze sul tema sconfessando di fatto – per tal via – la propria interpretazione precedente di cui al comunicato n. 3158/94 e della propria Comunicazione 20 luglio 1995 n. 95006179.

Legge 149/1992<sup>(105)</sup>, era stato ipotizzato di introdurre una specifica ipotesi di acquisizione del controllo "*con finalità di realizzare il riequilibrio economico-patrimoniale della società*" che si fosse trovata in uno stato di crisi finanziaria<sup>(106)(107)(108)</sup>.

Dall'altro, vi è la constatazione del fatto che l'adozione di una compiuta disciplina relativa alle esenzioni di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito, per brevità, "**Testo Unico della Finanza**")<sup>(109)</sup>, tra le quali l'ipotesi di salvataggio di società in crisi<sup>(110)</sup>, conferma formalmente l'opinione di quanti hanno rilevato, in passato, l'esistenza di una lacuna normativa con riferimento a tale aspetto

---

<sup>(105)</sup> Cfr. CONSOB, *La disciplina dell'opa e dell'opa obbligatoria: una proposta della Consob*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 588 ss.

<sup>(106)</sup> Cfr. R. LENER, *Le finalità di salvataggio di un'impresa in crisi di fronte alla riforma dell'opa obbligatoria*, cit., p. 311.

<sup>(107)</sup> La proposta da parte dell'autorità di vigilanza prevedeva, tra le altre proposte di modifica, di emendare il comma 8° di cui all'articolo 10 della legge n. 149/1992 come segue "*Ove il superamento della partecipazione rilevante sia l'effetto di una fusione o scissione societaria, di un conferimento di ramo d'azienda ovvero dell'acquisizione di azioni di nuova emissione effettuata con finalità di realizzare il riequilibrio economico-patrimoniale della società, l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto è dichiarato non sussistente dalla Consob, ove non risulti che l'operazione sia preordinata all'obiettivo di acquisire la partecipazione rilevante*". In merito a tale proposta di modifica, appare opportuno evidenziare in questa sede i seguenti aspetti: (i) l'esenzione relativa al caso di salvataggio di società in crisi sarebbe stata configurabile solo ed esclusivamente in caso di acquisizione di azioni di nuova emissione (e non anche in caso di trasferimento della partecipazione di controllo da parte del precedente azionista di controllo); (ii) la Consob avrebbe dovuto pronunciarsi espressamente sulla concessione della esenzione e solo ed esclusivamente nel caso in cui la stessa – a propria discrezione (sul punto, in senso critico rispetto all'eccessiva discrezionalità che la Consob avrebbe beneficiato con riferimento a tale aspetto della disciplina – si veda R. LENER, *Le finalità di salvataggio di un'impresa in crisi di fronte alla riforma dell'opa obbligatoria*, cit., p. 311 il quale rileva come la Consob sarebbe rimasta "*unico giudice dei motivi dell'acquisto del controllo (senza alcun parametro di riferimento)*") – avesse valutato che l'operazione non preordinata, nelle intenzioni dell'acquirente, ad acquisire una partecipazione di controllo.

<sup>(108)</sup> Nella Relazione Illustrativa al progetto di riforma proposto dalla Consob (che si legge in *La disciplina dell'opa e dell'opa obbligatoria: una proposta della Consob*, cit., p. 595 ss.) la Consob rese definitivamente evidente la esistenza di una lacuna normativa rilevando come il testo di modifica prevedesse "*un più ampio sistema di deroghe*" che appariva "*necessario per garantire che l'obbligo di effettuare un'offerta pubblica di acquisto [sussistesse] unicamente nei casi in cui, oltre a verificarsi il superamento della soglia, [fosse] presente l'esigenza di assicurare pari opportunità economiche a tutti gli azionisti*" aggiungendo, con riferimento all'ipotesi di esenzione in oggetto, come questa dovesse ricadere tra le "*ulteriori ipotesi*" attivabili nel caso in cui si fosse constatato che "*le operazioni non siano prioritariamente finalizzate al trasferimento della partecipazione rilevante*".

<sup>(109)</sup> Si veda in merito il paragrafo 1 di cui al successivo Capitolo II.

<sup>(110)</sup> Cfr. Articolo 106, comma 5° lett. a) del Testo Unico della Finanza ed Articolo 49, comma 1°, lett. b) di cui al Reg. Emittenti (anteriormente alla Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731).

della disciplina delle offerte pubbliche di cui alla Legge 149/1992<sup>(111)</sup>. La valutazione espressa poc'anzi è plasticamente resa in termini analoghi da parte dei giudici della Corte di Appello di Milano che furono chiamati a pronunciarsi sul caso. Tali giudici affermeranno nella loro pronuncia<sup>(112)</sup>, in senso conforme sul punto, come l'evoluzione della disciplina normativa appariva loro essere un dato ambiguo nel quale poteva leggersi "alternativamente la conferma dell'esattezza dell'interpretazione della precedente normativa, anticipatrice di sviluppi poi autenticamente sanzionati dal legislatore, o la dimostrazione dell'assenza nella precedente normativa di una regola della quale pure si avvertiva la necessità"<sup>(113)</sup>.

### 3.6 SINDACATI DI VOTO, CONTROLLO SOLITARIO, CONTROLLO CONGIUNTO ED OFFERTA PUBBLICA OBBLIGATORIA AI SENSI DELLA LEGGE 149/1992

In linea con quanto sostenuto dalla dottrina prevalente<sup>(114)</sup>, nonché da parte della Consob nelle proprie comunicazioni interpretative<sup>(115)</sup>, occorre ritenere che, con riferimento alla disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto di cui alla Legge 149/1992, in assenza di una situazione di c.d. "controllo solitario", non dovesse ritenersi consolidato un obbligo di offerta pubblica. Occorre ricordare in proposito, tuttavia, come, ai sensi dell'Articolo 10, comma 1° anche l'intenzione di acquisire il

---

<sup>(111)</sup> Cfr., *ex pluribus*, M. CUSMAI - R. D'AMBROSIO, *Riflessioni sull'istituto dell'opa obbligatoria*, cit., pp. 445-446.

<sup>(112)</sup> La sentenza della Corte di Appello di Milano si legge in *Foro It.*, II, 1999, p. 2712 ss. oltre che in *Società*, N3/1999, p. 316 ss.

<sup>(113)</sup> Cfr. A. TUCCI, *Condizioni dell'opa obbligatoria e acquisizione del controllo mediante patto di sindacato*, cit., p. 322.

<sup>(114)</sup> Cfr. P. BENAZZO, *I presupposti dell'Opa preventiva*, in *Giur. comm.*, 1994, I, p. 166 ss.; R. COSTI, *I sindacati di voto e di blocco nella legge sull'Opa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1992, I, p. 472 ss.; F. DI MAIO, *Ancora sull'Opa: individuazione degli azionisti di controllo*, in *Società*, 1992, p. 1322 ss.; G. FIGÀ-TALAMANCA, *Direzione e <<proprietà transitiva>> del controllo di società*, in *Riv. dir. civ.*, 1993, I, p. 353 ss.; P. MARCHETTI, *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 1 ss.; G.A. RESCIO, *I sindacati di voto*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, Torino, 1994, vol. 1, tomo III, p. 708 ss.; G. SBISÀ, *Patto di sindacato e Opa*, in *Contratto e impr.*, 1992, p. 653 ss.; R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisizione*, cit., p. 393 ss.

<sup>(115)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. SOC/RM/92005380 del 24 luglio 1992.

controllo tramite una "*partecipazione a sindacati di voto*" avrebbe determinato l'applicazione della norma suddetta<sup>(116)</sup>. In ipotesi di controllo esercitato tramite sindacato di voto, tuttavia, l'obbligo di offerta sarebbe stato imputato unicamente in capo al socio facente parte del patto di sindacato che avesse detenuto<sup>(117)</sup>, all'interno del sindacato stesso, il controllo<sup>(118)(119)</sup>. Il c.d. "*controllo congiunto*", pertanto, sarebbe risultato non rilevante ai fini applicativi della Legge 149/1992<sup>(120)</sup>. Sulla base di quanto sopra riferito, appare come la decisione della Consob di "*concedere*" una esenzione con riferimento alla vicenda in oggetto, avrebbe probabilmente (e più opportunamente) potuto essere fondata e motivata sulla base delle considerazioni che precedono<sup>(121)</sup>. In merito, si sarebbe potuto sostenere che la nozione di controllo rilevante ai sensi Legge 149/1992 quale presupposto necessario ai fini del consolidamento dell'obbligo di offerta pubblica, era rappresentata esclusivamente dal c.d. "*controllo solitario*" relativo ad un unico soggetto in grado di esercitare un'influenza dominante (singolarmente o tramite un patto di sindacato)<sup>(122)</sup> e, per tal

---

<sup>(116)</sup> Una situazione di "*controllo solitario*" avrebbe potuto essere esercitata – pertanto – da un singolo soggetto (persona fisica o persona giuridica) singolarmente, ovvero da un singolo soggetto nell'ambito di un patto di sindacato (*rectius*, un sindacato di voto) laddove tale soggetto avesse potuto esercitare una influenza dominante all'interno del patto di sindacato stesso e, per tal via, orientare le decisioni di voto di tutti i soggetti vincolati al patto in forza di proprie attribuzioni soggettive ovvero partecipative che avrebbero collocato tale soggetto in una posizione di vantaggio/dominanza.

<sup>(117)</sup> In forza delle peculiari pattuizioni intercorse con gli altri membri del sindacato ovvero in ragione della rilevanza della partecipazione detenuta nell'ambito del sindacato.

<sup>(118)</sup> L'obbligo di offerta non sarebbe sorto, pertanto, in capo a ciascun membro del sindacato in via solidale sulla base del fatto che il complesso delle partecipazioni complessivamente detenute da parte degli aderenti ad un patto parasociale avesse superato determinate soglie rilevanti (come successivamente sarà previsto dal Testo Unico della Finanza).

<sup>(119)</sup> Cfr. in senso conforme la nota di M. LISANTI, *Se l'Opa sia veramente tale*, cit., p. 2728.

<sup>(120)</sup> Cfr. A. TUCCI, *Condizioni dell'opa obbligatoria e acquisizione del controllo mediante patto di sindacato*, cit., p. 324 e M. LISANTI, *Se l'Opa sia veramente tale*, cit., pp. 2727-2728.

<sup>(121)</sup> Ciò solo nella misura in cui la ristrutturazione fosse stata strutturata in modo da non condurre uno o più istituti bancari a detenere una partecipazione rilevante nella società tale da determinare il consolidarsi di un obbligo di offerta *ex* Articolo 10, comma 8°, della Legge 149/1992 ovvero nella misura in cui non fosse stato ritenuto esistente tra tali entità un patto di sindacato e un soggetto nell'ambito di tale patto avesse avuto un peso preponderante con riferimento alle decisioni di voto.

via, escludere che un tale obbligo si fosse consolidato in capo alle banche partecipanti all'operazione di ristrutturazione della Ferruzzi Finanziaria S.p.A.<sup>(123)(124)</sup>.

#### 4. CONCLUSIONI

Alla luce di quanto richiamato ai paragrafi che precedono, occorre evidenziare come, sebbene da un lato, fosse sentita in parte della dottrina, a causa della grave lacunosità della disciplina delle esenzioni dettata dalla Legge 149/1992, la necessità di estendere *de jure condendo* il numero di ipotesi legislativamente previste di

---

<sup>(122)</sup> Tale conclusione veniva motivata sulla base di diversi argomenti testuali e sistematici (*e.g.* la formulazione letterale dei commi 7° ed 8° di cui all'Articolo 10, della Legge 149/1992; specularità della fattispecie di cui al comma 8° con quella di cui al comma 1° e, pertanto, conseguente necessità di interpretare coerentemente il comma 3°, laddove veniva fatto riferimento a "*più azionisti*").

<sup>(123)</sup> Appare ragionevole ritenere che, probabilmente, tale valutazione fosse stata fatta ma che la stessa fosse stata scartata da parte dell'autorità di controllo sulla base della considerazione del fatto che – sebbene nella prima fase di attuazione della ristrutturazione nessuna banca sarebbe giunta a detenere una partecipazione superiore a quella detenuta dal precedente azionista di controllo (in quanto la Serafino Ferruzzi S.p.A. – ad esito della conclusione dell'aumento di capitale che si sarebbe chiuso alla fine di febbraio 1994 – avrebbe continuato a detenere una partecipazione pari all'incirca al 20% del capitale sociale della Ferruzzi Finanziaria S.p.A.) – alcune delle banche sarebbero successivamente giunte a detenere una partecipazione superiore a quella del precedente azionista di controllo (evento che sarebbe occorso probabilmente nel giugno-luglio 1994 quando la quota di capitale del consorzio bancario sarebbe stata incrementata al 57,7% (e la partecipazione detenuta da parte della Serafino Ferruzzi S.p.A. sarebbe scesa – per effetto di tale ulteriore aumento di capitale – al 12%) ovvero, successivamente, quando nel luglio 1995 la quota fu ulteriormente incrementata al 67,7% (a seguito del trasferimento in favore delle banche della quota sino a tale momento detenuta da parte della Serafino Ferruzzi S.r.l.). Laddove non si fosse ritenuto sussistente un controllo solitario all'interno del patto di sindacato, l'obbligo di offerta pubblica di acquisto "*successiva*" sarebbe stato imputato alle banche che – tra le banche partecipanti alla ricapitalizzazione della Ferruzzi Finanziaria S.p.A. – fosse giunta a detenere una partecipazione rilevante (*i.e.* di controllo) nella società.

<sup>(124)</sup> Diversamente dall'interpretazione fornita in giurisprudenza (cfr. Trib. Milano, 23 giugno 1997, cit., p. 105 dove si sottolinea come "*le partecipazioni azionarie detenute dai diversi istituti di credito che, nell'ambito del piano, avevano sottoscritto l'aumento di capitale, non avrebbero giustificato, di per sé sole ed in mancanza di accordi per l'esercizio concentrato del voto, una considerazione unitaria sotto il profilo della situazione di controllo rilevante ai fini dell'OPA*" e della Corte App. Milano, 27 novembre 1998, cit., p. 2728 che sottolineò in proposito, nella propria sentenza, come nulla giustificasse "*il sospetto dell'esistenza di un tale sindacato*") in dottrina non mancò chi ritenne di poter affermare come fosse "*indubbio che le banche intendessero addivenire ad una gestione comune*" (cfr. in questo senso R. LENER, *Le finalità di salvataggio di un'impresa in crisi di fronte alla riforma dell'opa obbligatoria*, cit., p. 310 e R. LENER - A. GALANTE, *Elusioni (lecite?) dell'obbligo di OPA obbligatoria*, cit., p. 469).

esenzioni dall'obbligo di o.p.a.<sup>(125)</sup>, non mancarono, viceversa, voci autorevoli che espressero forti dubbi sulla legittimità di poter sopperire a dette lacune con una fonte del diritto del tutto impropria<sup>(126)</sup>, che dilatava il dettato normativo oltre la mera interpretazione analogica, configurando, come detto, ipotesi di esenzioni non previste dalla legge<sup>(127)</sup>.

Appare evidente come la disciplina delle esenzioni contenuta nella Legge

---

<sup>(125)</sup> Si veda in questo senso M. CUSMAI - R. D'AMBROSIO, *Riflessioni sull'istituto dell'opa obbligatoria*, cit., p. 443 ss. e, E. BERLANDA, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, II, 1995, p. 890-891. Un accenno, per il vero non così radicale, si legge anche in P. MONTALENTI, *Le offerte pubbliche di acquisto. Le fattispecie obbligatorie*, cit., p. 53.

<sup>(126)</sup> Sul valore normativo delle Comunicazioni Consob su cui, per l'economia complessiva del presente lavoro non risulta possibile soffermarsi, si rimanda a E. CARDI - P. VALENTINO, *L'istituzione Consob. Funzione e struttura*, Milano, 1993; G. VESPERTINI, *La Consob e l'informazione del mercato mobiliare. Contributo allo studio delle funzioni regolative*, Padova, 1993. Si può, in questa sede, aggiungere che in dottrina vi è chi sostiene che le Comunicazioni "integrino le norme vigenti" (come sostengono i primi Autori citati alla presente nota), o, chi sostiene che le stesse "potrebbero avere valenza normativa" (come sostiene il secondo Autore citato); altri ancora, come V.N. MARZONA, *L'amministrazione pubblica del mercato mobiliare*, Padova, 1988, p. 188, sostengono che le stesse abbiano un carattere meramente "persuasivo". Da ultimo, F. ANNUNZIATA, *Interpretare o «legiferare»? Le comunicazioni persuasive delle Autorità di controllo sui mercati finanziari*, cit., p. 919 ss., dopo un esame sulla possibile compatibilità dell'Articolo 113 della Costituzione con l'attribuzione di un valore normativo alle Comunicazioni Consob, propende per una possibile valutazione nel senso di attribuire efficacia normativa alle Comunicazioni Consob.

<sup>(127)</sup> Nell'introduzione ad un proprio contributo, così commenta, relativamente alla portata "sub-legislativa" delle interpretazioni della Consob, R. ROVERSI, *Analisi dei provvedimenti Consob in materia di OPA* (prima parte), cit., p. 1263: "Oltre all'evidente fine di offrire un sintetico panorama dell'ormai notevole corpus di comunicazioni interpretative pubblicate dalla CONSOB in relazione alla L. n. 149/92, il presente lavoro si prefigge l'ulteriore fine di individuare quelle ipotesi in cui l'intervento della Commissione ha superato i limiti della mera interpretazione, giungendo, - in taluni casi - ad una vera e propria integrazione o modifica del dettato legislativo". Ulteriormente, sul carattere "normativo" delle Comunicazioni Consob, si veda F. ANNUNZIATA, *Interpretare o «legiferare»? Le comunicazioni persuasive delle Autorità di controllo sui mercati finanziari*, cit., p. 915, laddove si rimarca questa attitudine rispetto agli atti equivalenti alle Comunicazioni Consob emanati dalla *Securities and Exchange Commission* (SEC), le c.d. no-action letters: "Esse, [le Comunicazioni Consob], tuttavia, tendono a svolgere, più esplicitamente di quanto non facciano le no-action letters, una funzione «normativa», ad esempio là dove specificano o integrano il disposto di altre norme, assumendo un contenuto o una portata generale, o là dove sono indirizzate ad intere categorie di soggetti". Le no-action letters o interpretive, costituiscono uno strumento tipicamente "informale" tramite le quali si effettuano richieste da parte di operatori, proposte all'Autorità di vigilanza, affinché la stessa si pronunci e fornisca chiarimenti in relazione all'applicazione sia di norme di legge quanto di disposizioni adottate dalla stessa Autorità, chiarendone la portata ed i contenuti. Questo strumento interpretativo costituisce un mezzo per governare intere aree di interesse che ha il pregio di essere assai più flessibile della norma secondaria" così F. ANNUNZIATA, *Interpretare o «legiferare»? Le comunicazioni persuasive delle Autorità di controllo sui mercati finanziari*, cit., p. 912.

149/1992 subì, nella sostanza, una mutazione radicale ad opera dalla prassi applicativa della Consob che, con le proprie comunicazioni interpretative delineanti gli orientamenti della stessa, determinò il mutamento del modello di disciplina tramite l'individuazione di nuove fattispecie di esenzione<sup>(128)</sup>(129).

---

<sup>(128)</sup> Da un lato, si modificò sostanzialmente ed *extra legem*, il modello legislativo determinato dal legislatore in tema di esenzioni. Si transitò da un modello nel quale era prevista una sola ipotesi di esenzione e nessun potere discrezionale della Consob ad un modello in cui l'autorità di controllo, sebbene la legge nulla prevedesse in merito, esercitò tale potere di valutazione circa la sussistenza o insussistenza dell'obbligo di effettuare un'offerta pubblica d'acquisto come disposto dai vari commi dell'Articolo 10 della Legge 149/1992 che, in merito, imponevano inderogabilmente lo stesso. Dall'altro lato, parallelamente, fu esercitato un sindacato sulla Legge 149/1992 che, nella sostanza, ebbe i caratteri della normazione. Con la propria attività la Consob, oltre a mutare il modello delle esenzioni proprio della Legge 149/1992, definì ipotesi di esenzioni sino ad allora inesistenti, che divennero, sostanzialmente, vincolanti. In definitiva, la Consob esercitò una funzione *sub*-legislativa che comportò l'integrazione oltre che l'innovazione della fattispecie esentiva prevista dal 12° comma dell'Articolo 10 della Legge 149/1992.

<sup>(129)</sup> Si veda, sulla possibile origine, non legittima, tuttavia, a mio avviso, del potere *sub*-normativo della Consob, G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., p. 316, il quale ritiene che solo "*approvando una sorta di autoattribuzione di poteri, desumibile dagli atti dell'organo di controllo, è possibile ammettere la discriminazione tra possessi azionari rilevanti ed irrilevanti ai fini dell'obbligo, in ragione delle intenzioni dei soci maggioritari*".

Tesi di dottorato "L'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto in caso di salvataggio di società in stato di crisi:  
analisi della fattispecie e della relativa evoluzione legislativa"

di BIFULCO PASQUALE

discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2014

La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).

Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

## CAPITOLO II

\*\*\*

# L'ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO IN CASO DI SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN CRISI NEL TESTO UNICO DELLA FINANZA ANTERIORMENTE ALLA ADOZIONE DELLA DELIBERA CONSOB 5 APRILE 2011, N. 17731

\*\*\*

SOMMARIO: 1. La disciplina delle esenzioni dall'obbligo di o.p.a. nel Testo Unico della Finanza ai sensi dell'Articolo 106, comma 5°, anteriormente alla adozione della Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731: il nuovo modello di disciplina adottato da parte del Legislatore. - 2. La fattispecie di esenzione dall'obbligo di offerta pubblica in caso di salvataggio di società in crisi: *ratio* dell'esenzione. 3. Esenzione in caso di operazioni dirette al salvataggio di società in crisi *ex* Articolo 106, comma 5°, lett. a), del Testo Unico della Finanza ed Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti. - 3.1. I requisiti applicativi di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti: (a) lo stato di crisi. - 3.1.1. Sussistenza di una "tensione finanziaria" ovvero di una "debolezza patrimoniale" testimoniata da indici economico-finanziari negativi. - 3.1.2. Emissione di giudizi negativi da parte di organi societari di controllo ovvero di *advisors / auditors* indipendenti. - 3.1.3. Avvio di procedure concorsuali. - 3.1.4. La nozione di "crisi" rilevante ai fini dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti anteriormente alla Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731. - 3.2. (Segue). (b) La sottoscrizione di un aumento di capitale. - 3.2.1. Aumenti di capitale liberati in natura. - 3.2.2. Acquisto a titolo oneroso di diritti di opzione spettanti ai soci e successivo esercizio di tali diritti. - 3.2.3. Sottoscrizione di due distinti aumenti di capitale. 3.2.4. - Sottoscrizione di un aumento di capitale e conversione di un prestito obbligazionario convertendo. - 3.2.5. Conversione in azioni ordinarie di azioni di categoria speciale o di azioni correlate (emesse in esecuzione di aumenti di capitale eseguiti nel contesto del salvataggio di una società in crisi); il caso Gabetti Property Solutions di cui alla Comunicazione Consob n. DEM/10093539 dell'11 novembre 2010. - 3.2.6. Acquisto di azioni da parte di altri azionisti dell'emittente. - 3.2.7. Esercizio di *warrants*. - 3.3 (Segue). (c) La presenza di un piano di ristrutturazione del debito comunicato alla Consob ed al mercato. - 3.3.1. I piani di ristrutturazione del debito implementati tramite la sottoscrizione di accordi finalizzati alla ristrutturazione dell'esposizione debitoria. - 3.3.2. Il caso Investimenti e Sviluppo di cui alla Comunicazione Consob n. DEM/10071578 del 19 agosto 2010: la valorizzazione di piani di ristrutturazione aventi una componente prevalentemente "industriale". - 3.3.3. Il caso Ominia Network di cui alla Comunicazioni Consob n. 100733783 dell'1 settembre 2010 e del 28 settembre 2010: l'irrelevanza delle "aspettative di intervento sul debito" ai fini del soddisfacimento del requisito. - 3.3.4. La nozione di "piano di ristrutturazione" rilevante ai fini dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti anteriormente alla Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731. - 3.3.5 (Segue). Il caso Omnia Network e le considerazioni dell'autorità di controllo circa l'applicabilità dell'Articolo 106, comma 6°, del Testo Unico della Finanza. - 3.3.6. I piani di ristrutturazione del debito implementati tramite la sottoscrizione di accordi di ristrutturazione del debito *ex* Articolo 182-bis di cui alla Legge Fallimentare e piani di risanamento *ex* Articolo 67, comma 3°, lett. d), della Legge Fallimentare. - 3.4. Considerazioni conclusive in merito alla "Giurisprudenza Consob". - 3.5. Articolo 49, comma 2°, del Regolamento Emittenti: una disposizione con finalità antielusive e di trasparenza.

## 1. LA DISCIPLINA DELLE ESENZIONI DALL'OBBLIGO DI O.P.A. NEL TESTO UNICO DELLA FINANZA AI SENSI DELL' ART. 106, COMMA 5°, ANTERIORMENTE ALLA ADOZIONE DELLA DELIBERA CONSOB 5 APRILE 2011, N. 17731: IL NUOVO MODELLO DI DISCIPLINA ADOTTATO DA PARTE DEL LEGISLATORE

L'incompletezza della disciplina delle esenzioni dall'obbligo di o.p.a. di cui alla Legge 149/1992<sup>(130)</sup> e, in parte, la prassi interpretativa da parte della Consob emersa in corso di vigenza di tale legge<sup>(131)</sup>, hanno indotto il Legislatore – in sede di riforma della disciplina dei mercati finanziari – a mutare radicalmente la normativa relativa alle offerte pubbliche di acquisto in sede di adozione del Testo Unico della Finanza. In merito, le linee direttive seguite sono state sostanzialmente due<sup>(132)</sup>.

Da un lato, il Testo Unico della Finanza ha esteso il numero di ipotesi di esenzioni dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto rispetto alla precedente disciplina<sup>(133)</sup>. Con riferimento a tale aspetto del Testo Unico della Finanza, Legislatore: (i) ha accolto l'interpretazione precedentemente elaborata da parte dell'autorità di controllo in ordine alle operazioni di fusione e alle operazioni di salvataggio di società in crisi<sup>(134)</sup>, recependo suddette ipotesi di esenzione tra le

---

<sup>(130)</sup> In merito si rinvia ai paragrafi 2 e 3 di cui al Capitolo I che precede.

<sup>(131)</sup> La prassi applicativa della Consob se deve essere giudicata negativamente sotto il profilo formale, stante il fatto che l'attività di supplente regolamentare svolto da parte dell'Autorità di Controllo non risultasse giustificato dalla legge allora vigente, deve essere giudicata positivamente sotto il profilo sostanziale, avendo la stessa messo in evidenza ipotesi di esenzione che poi verranno adottate dal Legislatore in sede di riforma l'adozione del Testo Unico della Finanza. In merito alla prassi interpretativa summenzionata si rinvia ai paragrafi 2 e 3 di cui al Capitolo I che precede.

<sup>(132)</sup> Cfr. G. ROMAGNOLI, *Le norme su Opa e Ops nel regolamento Consob sugli emittenti*, in *Società*, 1998, II, p. 1253 ss. (spec. pp. 1258-1259).

<sup>(133)</sup> In luogo dell'unica prevista dalla precedente disciplina della Legge 149/1992 che, all'Articolo 10, comma 12°, escludeva che facesse sorgere l'obbligo di o.p.a. solo "*l'acquisizione del controllo di una società quotata nei mercati regolamentati derivante da operazioni effettuate tra società direttamente controllate da una stessa ed unica società, ai sensi dell'art. 2359 primo comma, n. 1 del Codice civile*". Si rinvia, per un esame analitico, al paragrafo 2, nt. da 27 a 31, di cui al Capitolo I che precede.

<sup>(134)</sup> Si rinvia in merito, alla nt. 36 (per quanto attiene alla prassi applicativi della Consob in tema di esenzione in caso di fusione in corso di vigenza della Legge 149/1992) ed al paragrafo 3 (per quanto attiene alla prassi applicativa relativa all'ipotesi di esenzione in caso di operazioni di salvataggio di società in crisi) di cui al Capitolo I che precede.

nuove fattispecie avente carattere esimente dall'obbligo di o.p.a.<sup>(135)</sup>; (ii) ha ridisegnato l'unica fattispecie di esenzione già precedente prevista operante in caso di operazioni di cessione di partecipazioni di controllo<sup>(136)</sup> all'interno dello stesso gruppo societario<sup>(137)</sup>; e, infine, (iii) ha introdotto, sulla base di modelli legislativi già consolidati in altri ordinamenti europei<sup>(138)</sup>, ipotesi di esenzioni assolutamente inedite nell'ordinamento italiano quali (a) le operazioni aventi carattere temporaneo, (b) la sussistenza di cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente e, infine, (c) la presenza di altri soci di controllo tra gli azionisti del medesimo emittente<sup>(139)</sup>.

Dall'altro lato, con l'adozione del Testo Unico della Finanza, si è prevista l'attribuzione del potere di *sub*-normazione/specificazione in via regolamentare delle ipotesi di esenzione (*rectius*, dei relativi presupposti di applicazione) previste tassativamente in via generale da parte del Legislatore<sup>(140)</sup>.

---

<sup>(135)</sup> Cfr. Articolo 106, comma 5°, lett. a) ed e), del Testo Unico della Finanza. In relazione alle ipotesi di fusione e scissione, occorre aggiungere come la Consob non avesse trattato la specifica operazione di scissione ma si fosse limitata a definire i problemi relativi alle possibili interferenze tra la disciplina della fusione e la disciplina dell'o.p.a. Si era giunti, come detto, a ritenere che l'operazione di fusione, nonostante determinasse un mutamento nella situazione di controllo di una società, non comportasse il consolidarsi di un obbligo di o.p.a. in capo al cessionario di tale partecipazione.

<sup>(136)</sup> Articolo 106, comma 5°, lett. b), del Testo Unico della Finanza.

<sup>(137)</sup> In tal senso si veda anche P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, cit., p. 175.

<sup>(138)</sup> Principalmente, all'epoca in cui fu adottato il Testo Unico della Finanza, sulla base dei modelli di disciplina adottati in Francia con ai sensi del *Reglement General du CMF* ed in Gran Bretagna ai sensi del *City Code* in Gran Bretagna.

<sup>(139)</sup> Articolo 106, comma 5°, lett. c) e d), del Testo Unico della Finanza. Si specificò inoltre come l'obbligo di o.p.a. sorgesse esclusivamente in conseguenza di acquisti a titolo oneroso (l'Articolo 106, comma 1° fa infatti riferimento esplicito solo ad "*acquisti a titolo oneroso*"), confermando l'interpretazione operata da parte della dottrina nel vigore della precedente disciplina in ordine agli acquisti a titolo gratuito; conformemente l'assenza del carattere oneroso dell'acquisto non doveva essere considerata come una distinta ipotesi di esenzione quanto piuttosto come la mancanza di uno dei presupposti che comportano il consolidarsi dell'obbligo di o.p.a. In senso contrario si veda P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, cit., p. 175.

<sup>(140)</sup> Con una interpretazione isolata R. WEIGMANN, *Offerte pubbliche di acquisto (Opa)*, in *Enc. giur.*, XXI, Roma, 1990, p. 1 ss. (spec. p. 12), riteneva che la previsione di cui all'Articolo 106, comma 5°, del Testo Unico della Finanza, fosse di carattere "*facoltizzante*". La Consob sarebbe quindi libera in ordine alla possibilità di specificare o meno i presupposti di applicazione delle singole ipotesi legislativamente identificate in via tassativa dal legislatore. In merito così l'Autore: "[a]i casi indicati dalla legge (artt. 106, 4° co., 107 t.u.f.) se ne aggiungono altri individuabili dalla CONSOB con regolamento, quando si verificano alcuni presupposti (art. 106, 5° co., t.u.f.): si potrebbe discutere se tutte le fattispecie elencate nella norma

L'Articolo 106, comma 5° del Testo Unico della Finanza stabilì, infatti – innovando la precedente impostazione del modello delle esenzioni di cui alla Legge 149/1992<sup>(141)</sup> – che la Consob avrebbe dovuto definire (con proprio regolamento) i casi in cui il superamento della partecipazione indicata al comma 1° dello stesso articolo<sup>(142)</sup> non comportasse l'obbligo di offerta ove realizzato in presenza di altri soci che avessero detenuto il controllo o fosse stato determinato da: (a) operazioni dirette al salvataggio di società in crisi; (b) trasferimento delle azioni previste dall'Articolo 105 tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione<sup>(143)</sup>; (c) cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente; (d) operazioni di carattere temporaneo; e (e) operazioni di fusione o di scissione<sup>(144)</sup>.

All'autorità di controllo – pertanto – fu attribuito il "*delicato compito*"<sup>(145)</sup> di definire in sede di normazione secondaria (tra gli altri settori della disciplina delle

---

*debbano essere sviluppate nel regolamento stesso della CONSOB, o se tale autorità ne possa scartare qualcuna, se lo ritiene più opportuno per il buon funzionamento del mercato finanziario (art. 91 t.u.f.)*". Tale interpretazione non sembra condivisibile in quanto la disposizione in oggetto non introduce una facoltà per la Consob di disciplinare in via regolamentare i presupposti di applicazione delle ipotesi di esenzioni di cui all'Articolo 106, comma 5°, del Testo Unico della Finanza bensì un onere nei confronti della stessa. Il potere della Consob inoltre si estende alla possibilità di mutare (come è stato fatto nel corso del tempo) le previsioni regolamentari dalla stessa adottate per quanto attiene alla specificazione dei presupposti per l'applicazione delle ipotesi di esenzione di cui all'Articolo 106, comma 5°, del Testo Unico della Finanza. La *ratio* del conferimento di un potere di tale natura alla Consob risponde essenzialmente all'esigenza di garantire che le ipotesi di esenzioni siano costantemente rispondenti alle effettive esigenze applicative che le situazioni concrete facciano emergere. La possibilità che la Consob possa disciplinare in via regolamentare le ipotesi di esenzione ed "*adattare*" le stesse alle mutevoli esigenze applicative risponde essenzialmente alla necessità di garantire un efficiente mercato del controllo societario, che non conduca a "*ingessature*" dei trasferimenti del controllo.

<sup>(141)</sup> Si rinvia al paragrafo 2 di cui al precedente Capitolo I per un approfondimento per quanto attiene al modello di disciplina delle esenzioni dall'obbligo di offerta adottato da parte del Legislatore nella Legge 149/1992.

<sup>(142)</sup> Nella versione attualmente vigente del Testo Unico della Finanza si richiama altresì la partecipazione di cui al comma 3°, lett. b) dell'Articolo 106, comma 5°, del Testo Unico della Finanza.

<sup>(143)</sup> Lettera così sostituita dall'art. 3 del d.lgs. n. 37 del 6 febbraio 2004.

<sup>(144)</sup> Si veda il regolamento Consob n. 11971 del 14.5.1999 e le successive modifiche e integrazioni dello stesso. Per una ricognizione delle fattispecie di esenzione di cui all'Articolo 106 del Testo Unico della Finanza si veda F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli Editore, Torino, 2010, pp. 377-378 nonché A. TUCCI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, Tomo II, CEDAM, Padova, 2012, p. 911 ss. (spec. p. 932).

<sup>(145)</sup> In questo senso si veda R. WEIGMANN, *La nuova disciplina delle opa*, Relazione per il convegno "*La riforma delle società quotate*", Santa Margherita, 13-14 giugno 1998.

offerte pubbliche di acquisto<sup>(146)</sup> i presupposti di applicazione delle singole ipotesi di esenzione tassativamente<sup>(147)</sup> previste dall'Articolo 106, comma 5°, del Testo Unico della Finanza<sup>(148)</sup>.

---

(146) Gli articoli del Testo Unico della Finanza in cui fu originariamente prevista una delega regolamentare in favore della Consob sono di seguito richiamati: (i) Articolo 103 sullo svolgimento dell'offerta, al comma 3° e al comma 4° secondo cui "*la Consob detta con regolamento disposizioni di attuazione della presente sezione e, in particolare, disciplina: a) il contenuto del documento da pubblicare nonché le modalità per la pubblicazione del documento e per lo svolgimento dell'offerta; b) la correttezza e la trasparenza delle operazioni sui prodotti finanziari oggetto dell'offerta; c) le offerte di aumento e quelle concorrenti, senza limitare il numero dei rilanci, effettuabili fino alla scadenza di un termine massimo. La Consob individua con regolamento quali delle disposizioni richiamate nel comma 2° si applicano, nei periodi ivi indicati, agli offerenti, ai soggetti in rapporto di controllo con gli offerenti e con l'emittente nonché agli intermediari incaricati di raccogliere le adesioni*"; l'Articolo 105, comma 3° in tema di disposizioni generali sulle offerte pubbliche di acquisto secondo cui "*la Consob può con regolamento includere nel capitale rilevante categorie di azioni che attribuiscono diritti di voto su uno o più argomenti diversi tenuto conto della natura e del tipo di influenza sulla gestione della società che può avere il loro esercizio anche congiunto*"; l'Articolo 106, comma 3° e comma 3°-bis in tema di o.p.a. obbligatoria secondo cui "*la Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui: a) la partecipazione indicata nel comma 1 è acquisita mediante l'acquisto di partecipazioni in società il cui patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altra società con azioni quotate; b) l'obbligo di offerta consegue ad acquisti da parte di coloro che già detengono la partecipazione indicata nel comma 1° senza disporre della maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria; c) il corrispettivo dell'offerta può essere costituito in tutto o in parte da strumenti finanziari. La Consob, tenuto conto delle caratteristiche degli strumenti finanziari emessi, può stabilire con regolamento le ipotesi in cui l'obbligo di offerta consegue ad acquisti a titolo oneroso che determinino la detenzione congiunta di azioni e strumenti finanziari con diritto di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105, in misura tale da attribuire un potere complessivo di voto equivalente a quella di chi detenga la partecipazione indicata nel comma 1°*"; l'Articolo 107 in tema di offerta pubblica di acquisto preventiva, al 3° comma prevedeva che "*Le modalità di approvazione [dell'offerta pubblica preventiva parziale] sono stabilite dalla Consob con regolamento. Possono esprimere il proprio giudizio sull'offerta ai sensi del comma 1°, lettera b), anche i soci che non vi aderiscono*"; l'Articolo 112 relativo alle disposizioni di attuazione, prevede inoltre che la Consob detti con regolamento disposizioni di attuazione della sezione del Testo Unico della Finanza relativo alle o.p.a. obbligatorie. Era inoltre previsto come la Consob "*con provvedimento da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale, [...] può, sentita la società di gestione del mercato, elevare per singole società la percentuale prevista dall'articolo 108*".

(147) In tal senso CANNELLA, *Commento sub art. 106*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, cit., p. 363; M. GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, cit., p. 303; L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, cit., p. 189; E. DESANA, *Commento sub artt. 104, 105 e 106*, in *Corporate Governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati*, Commentario diretto da G. Cottino, in *Giur. it.*, 1998, p. 2442 ss. (spec. p. 2451).

(148) Con il Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (*Adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente modificato con delibere n. 12475 del 6 aprile 2000, n. 13086 del 18 aprile 2001, n. 13106 del 3 maggio 2001, n. 13130 del 22 maggio 2001, n. 13605 del 5 giugno 2002, n. 13616 del 12 giugno 2002, n. 13924 del 4 febbraio 2003, n. 14002 del 27 marzo 2003, n. 14372 del 23 dicembre 2003, n. 14692 dell'11 agosto 2004, n. 14743 del 13 ottobre 2004, n. 14990 del 14 aprile 2005, n. 15232 del 29 novembre 2005, n. 15510 del 20 luglio 2006, n. 15520 del 27 luglio 2006, n. 15586 del 12 ottobre 2006, n. 15915 del 3 maggio*

In sede regolamentare l'autorità di controllo, con l'adozione dell'Articolo 49 di cui alla Delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (di seguito, per brevità, il "**Regolamento Emittenti**" ovvero il "**Reg. Emittenti**") stabilì<sup>(149)</sup> – attuando la delega ad essa conferita – che l'acquisto di una partecipazione in una società quotata superiore al 30% del capitale rappresentato da azioni che attribuiscono diritto di voto nelle materie indicate all'art. 105, comma 2°, Testo Unico della Finanza<sup>(150)</sup> non determinasse l'obbligo di offerta previsto dall'Articolo 106, comma 1°, laddove<sup>(151)</sup>:  
"*(a) un altro socio, o altri soci congiuntamente, dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria; (b) è compiuto tramite sottoscrizione di un aumento di capitale in presenza di un piano di ristrutturazione del debito di una società quotata in crisi, comunicato alla Consob e al mercato; (c) la partecipazione è acquisita a seguito di*

---

2007, n. 15960 del 30 maggio 2007, n. 16515 del 18 giugno 2008, n. 16709 del 27 novembre 2008, n. 16840 del 19 marzo 2009, n. 16850 del 1° aprile 2009, n. 16893 del 14 maggio 2009, n. 17002 del 17 agosto 2009, n. 17221 del 12 marzo 2010, n. 17326 del 13 maggio 2010, n. 17389 del 23 giugno 2010, n. 17592 del 14 dicembre 2010, n. 17679 del 1° marzo 2011, n. 17730 del 31 marzo 2011, n. 17731 del 5 aprile 2011, n. 17919 del 9 settembre 2011, n. 18049 del 23 dicembre 2011, n. 18079 del 20 gennaio 2012, n. 18098 dell'8 febbraio 2012, n. 18210 del 9 maggio 2012, n. 18214 del 9 maggio 2012, n. 18470 del 20 febbraio 2013, n. 18523 del 10 aprile 2013, n. 18612 del 17 luglio 2013 e n. 18671 dell'8 ottobre 2013) l'Autorità di controllo ha provveduto, *inter alia*, a emanare una regolamentazione secondaria delle ipotesi di esenzione.

<sup>(149)</sup> Si ricorda al riguardo che la Consob, nel dare attuazione alla delega che il Legislatore conferì alla stessa, avrebbe dovuto operare "*avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali*". Così l'Articolo 91 del Testo Unico della Finanza che apre le disposizioni generali (di cui al Titolo I) della Parte IV del Testo Unico della Finanza. La disposizione in oggetto, sebbene fosse stata rubricata "*Poteri della Consob*", in realtà non conferiva nessun potere costituendo piuttosto una norma di rinvio. Le tre finalità indicate dal legislatore (tutela investitori, efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali) sembrano porsi sullo stesso piano e solo su un piano sistematico potrebbe emergere la prevalenza della finalità di tutela degli investitori, come messo in evidenza da G. SANTONI, *Commento sub art. 91*, in *Testo unico della finanza*, Commentario a cura di G.F. Campobasso, vol. II, Torino, 2002, p. 745 ss., spec. p. 748, alla luce dei richiami agli articoli 5 e 74 del Testo Unico della Finanza. Occorre ritenere che, in relazione allo specifico compito della Consob di dare una specificazione ai presupposti di applicazione delle ipotesi di esenzioni da o.p.a., l'autorità di controllo potesse (e, oggi, possa) dare rilievo ad una o all'altra finalità in misura maggiore o minore in relazione alle singole ipotesi di esenzione potendo modellare i presupposti di applicazione delle ipotesi di esenzione dando alternativamente rilievo in misura differenziata alle diverse finalità enucleate dal legislatore con l'Articolo 91 summenzionato.

<sup>(150)</sup> Così l'allora vigente Articolo 106, comma 5°, del Testo Unico della Finanza.

<sup>(151)</sup> Per una ricognizione delle fattispecie di esenzione, come disciplinate a livello regolamentare, si veda E. CARDINALE, *Commento sub art. 106, Codice Commentato delle Società* (a cura di N. ABRIANI – M. STELLA RICHTER) – *Artt. 2484-2641 c.c., T.U.F. – Normativa complementare*, UTET, Torino, 2010, p. 3189 ss. (spec. pp. 3197-3199).

trasferimento fra società in cui lo stesso o gli stessi soggetti dispongono, anche congiuntamente e indirettamente tramite società controllata ai sensi dell'articolo 2359, comma 1°, n. 1), del codice civile, della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria o è acquisita a seguito di trasferimento tra una società e tali soggetti; (d) il superamento della soglia è determinato dall'esercizio di diritti di opzione, di sottoscrizione o di conversione originariamente spettanti; (e) la soglia del trenta per cento è superata per non più del tre per cento e l'acquirente si impegna a cedere le azioni in eccedenza entro dodici mesi e a non esercitare i relativi diritti di voto; (f) è conseguente ad operazioni di fusione o scissione approvate, in base ad effettive e motivate esigenze industriali, con delibera assembleare della società le cui azioni dovrebbero altrimenti essere oggetto di offerta"<sup>(152)</sup>.

Prima di passare all'esame della specifica ipotesi di esenzione oggetto di analisi nel presente lavoro, si rende utile svolgere di seguito tre considerazioni preliminari in merito a quanto sopra richiamato.

In primo luogo, si rileva come le suddette ipotesi di esenzioni possono essere distinte in due gruppi rispettivamente sulla base della *ratio* che giustifica le stesse. Da una parte, alcune delle fattispecie richiamate trovano la loro giustificazione nell'assenza di quelle esigenze di tutela che ordinariamente l'o.p.a. totalitaria tende a garantire<sup>(153)</sup>. Non sussistono, infatti, stabili o effettivi mutamenti del controllo societario, tali da giustificare l'imposizione di un obbligo di o.p.a. totalitaria, laddove vi siano altri soci di controllo della società<sup>(154)</sup> oppure il trasferimento della

---

<sup>(152)</sup> Fu inoltre previsto al 2° comma dell'art. 49 del Reg. Emittenti, che "l'acquirente: (a) nel caso previsto dalla lettera a) [del 1° comma dell'art. 49] comunica alla Consob e al mercato l'inesistenza di accordi o programmi comuni con gli altri soci ivi previsti; (b) nel caso previsto dalla lettera b) [del 1° comma dell'art. 49] comunica alla Consob e al mercato lo stato di attuazione del piano nei tempi stabiliti dalla Consob, e comunque su base trimestrale, e ogni variazione della sua partecipazione; (c) nel caso previsto dalla lettera e) [del 1° comma dell'art. 49], se non osserva l'obbligo di alienazione, promuove l'offerta al prezzo più alto risultante dall'applicazione dell'articolo 106, comma 2°, del Testo unico ai dodici mesi precedenti e successivi all'acquisto". E. CARDINALE, *Commento sub art. 106, Codice Commentato delle Società* (a cura di N. ABRIANI – M. STELLA RICHTER) – Artt. 2484-2641 c.c., T.U.F. – Normativa complementare, UTET, Torino, 2010, p. 3189 ss. (spec. p. 3198).

<sup>(153)</sup> Cfr. M. GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, cit., p. 302 ss.

<sup>(154)</sup> Articolo 106, comma 5°, del Testo Unico della Finanza.

partecipazione societaria di controllo avvenga all'interno del medesimo gruppo<sup>(155)</sup>, oppure, ancora, nel caso si siano poste in essere operazioni dal carattere temporaneo che abbiano determinato il superamento della soglia rilevante di cui all'Articolo 106, comma 1°, del Testo Unico della Finanza, e quindi il mutamento degli assetti di controllo, solo per un periodo limitato di tempo<sup>(156)(157)</sup>.

La seconda categoria di esenzioni trova la sua giustificazione nel fatto che – pur verificandosi il mutamento degli assetti di controllo di una società quotata tale da rendere opportuna l'imposizione di un obbligo di o.p.a. totalitaria ai fini di tutela degli azionisti di minoranza e di garantire un mercato del controllo societario efficiente<sup>(158)</sup> – la sussistenza di elementi ulteriori con riferimento a determinate operazioni in grado di causare tale mutamento giustifichi l'esigenza di tutelare in via primaria interessi diversi da quelli che giustificano l'istituto dell'o.p.a. obbligatoria. Il Legislatore individuò originariamente i suddetti interessi prevalenti da tutelare<sup>(159)</sup> configurando una specifica ipotesi esenzione in caso di operazioni di salvataggio<sup>(160)</sup>, in caso di acquisizione del controllo per cause indipendenti dalla volontà

---

<sup>(155)</sup> Articolo 106, comma 5°, lett. b), del Testo Unico della Finanza e Articolo 49, comma 1°, lett. c), del Reg. Emittenti.

<sup>(156)</sup> Articolo 106, comma 5°, lett. d), del Testo Unico della Finanza e Articolo 49, comma 1°, lett. e), del Reg. Emittenti.

<sup>(157)</sup> Cfr. M. GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, cit., pp. 302-303. Per una classificazione alternativa delle fattispecie di esenzione si veda M. ZENCHI, A. PARALUPI, C. RABITTI BEDOGNI, S. FABRIZIO, R. POLEGRI e F. COSTANTINO, *Gli emittenti*, in *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, a cura di S. AMOROSINO e C. RABITTI BEDOGNI, Giuffrè, Milano, 2004, p. 225 ss. (spec. p. 285) che classificano le cause di esenzione dall'obbligo di offerta pubblica in cause "*estrinseche*" (categoria nella quale ricadrebbe la fattispecie relativa al caso in cui il controllo è già detenuto da un altro azionista dell'emittente) e cause di esenzione "*intrinseche*" (categoria nella quale ricadrebbero, viceversa, tutte le ulteriori fattispecie di esenzione).

<sup>(158)</sup> Cfr. M. GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, cit., p. 303 ss.

<sup>(159)</sup> Come si avrà modo di mettere in evidenza nel corso dell'esegesi delle singole ipotesi di esenzione.

<sup>(160)</sup> Articolo 106, comma 5°, lett. a), del Testo Unico della Finanza e Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti. Per quanto attiene alla *ratio* dell'esenzione in oggetto, si rinvia a quanto riferito al paragrafo 2 che segue di cui al presente Capitolo II.

dell'acquirente<sup>(161)</sup> ovvero, infine, quale conseguenza dell'implementazione di una operazione di fusione o scissione<sup>(162)</sup>.

In secondo luogo, occorre convenire con quanti hanno ritenuto opportuna la scelta operata dal Legislatore di delegare la Consob all'adozione di una normazione secondaria di specificazione delle ipotesi di esenzione individuate primariamente – in via "ricognitiva" – in sede legislativa<sup>(163)</sup>. La prassi applicativa, nel vigore della precedente disciplina, aveva infatti mostrato come la normativa delle esenzioni richiedesse un costante affinamento dettato dall'evoluzione dei mercati finanziari. In questo senso occorre valutare con favore la scelta di politica legislativa che, delegando il potere di individuare il perimetro di applicazione delle singole ipotesi di esenzioni alla Consob, ha modellato un sistema nel quale la disciplina normativa può prontamente essere modificata (con uno strumento *sub*-legislativo quale la delibera assunta da parte dell'autorità di controllo) nel caso in cui la stessa si riveli non soddisfacente ovvero rispondente alle concrete esigenze dei mercati finanziari soggetti, per definizione, ad una rapida evoluzione. Originariamente, tuttavia, non fu deciso di intervenire in senso ancora più incisivo inserendo una previsione di chiusura che conferisse il potere discrezionale di esenzione all'autorità di controllo<sup>(164)</sup>, in casi ulteriori rispetto a quelli previsti<sup>(165)(166)</sup>.

---

<sup>(161)</sup> Articolo. 106, comma 5°, lett. c), del Testo Unico della Finanza e Articolo 49, comma 1°, lett. d), del Reg. Emittenti. Per un'indagine in merito alla *ratio* di tale ipotesi di esenzione si rinvia a M. GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, cit., p. 305 ss.

<sup>(162)</sup> Articolo. 106, comma 5°, lett. e), del Testo Unico della Finanza e Articolo 49, comma 1°, lett. f), del Reg. Emittenti. Per un'indagine in merito alla *ratio* di tale ipotesi di esenzione, si rinvia a M. GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, cit., p. 311 ss.

<sup>(163)</sup> Si veda in questo senso E. DESANA, *Commento sub artt. 104, 105 e 106*, in *Corporate Governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati*, cit., p. 2451; F. CANNELLA, *Commento sub art. 106*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, cit., p. 362 ss.; L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, cit., p. 189.

<sup>(164)</sup> Sul punto la dottrina è concorde nel ritenere non sussistente un simile potere. Si veda in tal senso L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, cit., p. 189; F. CANNELLA, *Commento sub art. 106*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, cit., p. 363; E. DESANA, *Commento sub artt. 104, 105 e 106*, in *Corporate Governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati*, cit., p. 2451; G. ROMAGNOLI, *Le norme su O.p.a. e O.p.s. nel regolamento Consob sugli emittenti*, cit., p. 1259.

Infine, per quanto attiene alla specifica ipotesi di esenzione oggetto di analisi nel presente lavoro, si ricorda come la stessa, al momento in cui il Testo Unico della Finanza fu adottato, risultava già essere stata prevista con riferimento ai principali ordinamenti europei, tra cui Gran Bretagna, Francia, Germania e Svizzera. Nel primo di tali stati, in particolare, ai sensi della *Note on dispensation from Rule 9 n. 3 ("Rescue Operations")* di cui al *Takeover Code*<sup>(167)</sup>, la fattispecie di esenzione risulta fondata sul concetto di "*serious financial position*"<sup>(168)</sup> dell'emittente. Ai sensi della stessa si prevede che, laddove risulti sussistente una tale circostanza e laddove l'unica soluzione che possa determinare il salvataggio dell'emittente sia rappresentata dalla implementazione di una operazione di salvataggio ("*rescue operation*") implicante l'emissione di nuove azioni<sup>(169)</sup> (senza l'approvazione da parte degli azionisti indipendenti ovvero l'acquisizione delle azioni esistenti da parte del "*rescuer*"<sup>(170)</sup>), non trovi applicazione il generale obbligo procedere alla effettuazione di una offerta pubblica di acquisto. A parziale compensazione del "sacrificio" imposto agli azionisti

---

<sup>(165)</sup> Si veda in dottrina, nel vigore della precedente disciplina, in favore di una riforma che prevedesse l'attribuzione di un potere discrezionale M. CUSMAI - R. D'AMBROSIO, *Riflessioni sull'istituto dell'opa obbligatoria*, cit., p. 411, oltre a E. BERLANDA, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 890.

<sup>(166)</sup> Si ricorda con il d.lgs. 17 novembre 2007, n. 229 di implementazione nel nostro ordinamento della Direttiva Comunitaria 2004/25/CE alla Consob è stato conferito, ai sensi dell'Articolo 106, comma 6°, del Testo Unico della Finanza, il potere di "*disporre che il superamento della partecipazione indicata nel comma 1 o nel comma 3, lettera b)*, [di cui all'Articolo 106 del Testo Unico della Finanza, ndr] *non comporta obbligo di offerta con riguardo a casi riconducibili alle ipotesi di cui al comma 5*, [di cui all'Articolo 106 del Testo Unico della Finanza, ndr] *ma non espressamente previsti nel regolamento approvato ai sensi del medesimo comma*".

<sup>(167)</sup> Il *Takeover Code* è consultabile presso il seguente sito internet <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>.

<sup>(168)</sup> Concetto, in linea di massima, corrispondente alla nozione di "*stato di crisi*" di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti anteriormente alla adozione della Delibera Consob.

<sup>(169)</sup> Ai sensi della *Note on dispensation from Rule 9 n. 3 (Rescue Operations)* di cui al *Takeover Code* si prevede espressamente quanto segue: "*There are occasions when a company is in such a serious financial position that the only way it can be saved is by an urgent rescue operation which involves the issue of new shares without approval by a vote of independent shareholders or the acquisition of existing shares by the rescuer which would otherwise fall within the provisions of this Rule and normally require a general offer*".

<sup>(170)</sup> Alla quale acquisizione si applicherebbe la disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto e, pertanto, alla quale si applicherebbe l'obbligo di procedere ad una offerta pubblica.

di minoranza, è previsto che il *Panel*<sup>(171)</sup> possa prevedere delle condizioni di garanzia per i soci minoritari richiedendo che: (a) l'operazione di salvataggio sia approvata da parte degli azionisti di minoranza immediatamente dopo l'implementazione della stessa, e (b) che altre forme di tutela siano poste in essere in favore di tali azionisti, tenuto conto delle circostanze concrete in cui è stata effettuata l'operazione di salvataggio .

In maniera simile rispetto alla fattispecie di esenzione sopra menzionata, nell'ordinamento francese si prevede un'ipotesi di esenzione nel caso in cui l'emittente si trovi in "*difficulté financière*"<sup>(172)</sup>. In Francia, tuttavia, il *Conseil des Marchés Financiers* può accordare tale esenzione<sup>(173)</sup> solo subordinatamente al caso in cui l'operazione di salvataggio si approva da parte dell'assemblea ordinaria degli azionisti dell'emittente ("*soumise à l'approbation de l'assemblée générale de ses actionnaires*").

In Germania<sup>(174)</sup>, similmente all'impostazione adottata nell'ordinamento francese, si prevede la possibilità da parte del *BAfin* di concedere una esenzione dall'obbligo di o.p.a. totalitaria fondando tuttavia l'esenzione sull'esigenza di procedere ad una operazione di ristrutturazione del debito della società ("*im Zusammenhang mit der Sanierung der Zielgesellschaft*") piuttosto che sulla (implicita)

---

<sup>(171)</sup> Cfr. *Note on dispensation from Rule 9 n. 3 (Rescue Operations)* di cui al *Takeover Code* second cui "[t]he Panel may, however, waive the requirements of the Rule in such circumstances provided that either: (a) approval for the rescue operation by a vote of independent shareholders is obtained as soon as possible after the rescue operation is carried out; or (b) some other protection for independent shareholders is provided which the Panel considers satisfactory in the circumstances".

<sup>(172)</sup> Cfr. *Règlement Général du CMF, Article 5-5-7(b)*, consultabile presso [http://www.amf-france.org/technique/multimedia?docId=workspace://SpacesStore/de2035d7-5bc7-418b-9a0f-c9a9b1d76920&famille=REGLEMENT\\_GENERAL&langue=fr](http://www.amf-france.org/technique/multimedia?docId=workspace://SpacesStore/de2035d7-5bc7-418b-9a0f-c9a9b1d76920&famille=REGLEMENT_GENERAL&langue=fr).

<sup>(173)</sup> Si noti che tale esenzione – diversamente dall'ordinamento italiano in cui le ipotesi di esenzione trovano applicazione (laddove i relativi presupposti applicativi risultano essere soddisfatti) automaticamente e, pertanto, senza alcun intervento preventivo da parte della Consob – dovrà essere concessa da parte del *Conseil des Marchés Financiers* con proprio provvedimento.

<sup>(174)</sup> Si veda il § 9, comma 1°, n. 3 del *WpÜG-Angebotsverordnung* consultabile presso il seguente indirizzo internet [http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/wp\\_gangebv/gesamt.pdf](http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/wp_gangebv/gesamt.pdf).

situazione di crisi finanziaria della stessa<sup>(175)</sup>.

In Svizzera, infine, l'*Autorité de surveillance*, può concedere una esenzione, tra gli altri casi, laddove la partecipazione di maggioranza sia acquisita ai fini di operare il risanamento dell'emittente ("*lorsque les titres sont acquis à des fins d'assainissement*")<sup>(176)</sup>.

## 2. LA FATTISPECIE DI ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI OFFERTA PUBBLICA IN CASO DI SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN CRISI: RATIO DELL'ESENZIONE

Prima di passare all'esame della fattispecie di esenzione relativa al caso di salvataggio di società in crisi, si ritiene opportuno soffermarsi brevemente su quella che è stato individuato essere la *ratio* di tale esenzione nell'ambito del sistema di disciplina delle offerte pubbliche di acquisto disegnato dal Testo Unico della Finanza.

In merito, appare ragionevole ritenere che la tutela spettante all'azionista di minoranza debba essere pretermessa nel caso in cui il mutamento degli assetti proprietari dipenda strettamente dall'esigenza di favorire il salvataggio della società<sup>(177)</sup> – rappresentante un interesse che (nella scala di valori fatta propria dal Legislatore) risulta essere sovraordinato rispetto alla necessità di conferire un diritto di *exit* ai soci di minoranza.

La *ratio* di questa deroga va, pertanto, individuata in un duplice ordine di motivi intimamente connessi tra loro. Da un lato (dalla prospettiva dell'acquirente), l'imposizione di un obbligo di offerta, anche con riferimento all'acquisizione di società quotate che attraversano una crisi finanziaria/patrimoniale, renderebbe gli

---

<sup>(175)</sup> Cfr. C. STEINHAEUER, *La nuova legge tedesca sulle offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 391 ss. (spec. pp. 396-397).

<sup>(176)</sup> Cfr. Articolo 32, comma 2°, lettera e) della *Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières* consultabile presso il sito internet <http://www.admin.ch/opc/fr/classified-compilation/19950081/201305010000/954.1.pdf>.

<sup>(177)</sup> Cfr. M. GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, cit., pp. 303-304 secondo cui "*l'opa obbligatoria non è richiesta in virtù della sussistenza – in seno all'operazione da cui scaturisce il superamento della soglia – di elementi ulteriori che caratterizzano lo specifico mutamento degli assetti proprietari in modo tale da porre gli interessi protetti dall'opa obbligatoria su di un piano subordinato rispetto a quelli di cui gli elementi ulteriori sono indici rilevatori*".

oneri finanziari connessi all'acquisizione molto elevanti e, di conseguenza, disincentiverebbe un cospicuo numero di interventi di salvataggio<sup>(178)</sup>. Dall'altro (dalla prospettiva degli azionisti di minoranza), la previsione di un obbligo di offerta in tale circostanza, determinerebbe un "danno", in via indiretta, anche per i medesimi azionisti<sup>(179)</sup>. Questi, laddove mancasse l'ipotesi di esenzione suddetta, non godrebbero né dell'opzione di *exit* dalla società, né dei vantaggi che il risanamento potrebbe potenzialmente apportare alla situazione economico/finanziaria dell'emittente<sup>(180)</sup>.

L'esenzione in caso di operazioni di salvataggio opera, in definitiva, come tutela a difesa delle normali priorità nelle pretese individuali dei soci sull'attivo della società (si tutela in definitiva la c.d. *option value* degli azionisti).

### 3. **ESENZIONE IN CASO DI OPERAZIONI DIRETTE AL SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN CRISI EX ARTICOLO 106, COMMA 5°, LETT. A), DEL TESTO UNICO DELLA FINANZA ED ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), DEL REG. EMITTENTI**

La Consob, in attuazione della delega di cui al Testo Unico della Finanza<sup>(181)</sup>, stabilì - con riferimento alla ipotesi di esenzione di cui all'Articolo 106, comma 5°, lett. a), relativa ad "*operazioni dirette al salvataggio di società in crisi*" - come l'acquisto di

---

<sup>(178)</sup> Cfr. in senso conforme D. FANUELE, *Società quotate in crisi - Esenzione OPA*, cit., p. 184 ss. Si veda altresì sul punto in senso analogo F. ANNUNZIATA e G. LIACE, *Commento sub art. 106*, in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. FAUCEGLIA, cit., p. 135 ss. (spec. p. 155); recentemente, in questo senso, F. MUCCIARELLI, *Esenzione dall'opa obbligatoria per salvataggio: le decisioni Consob*, cit., p. 559 ss.

<sup>(179)</sup> Cfr. in senso conforme D. FANUELE, *Società quotate in crisi - Esenzione OPA*, cit., p. 186.

<sup>(180)</sup> Cfr. L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002, pp. 193-194. Tale autore rileva come - in assenza di una ristrutturazione e, pertanto, del salvataggio della società - la stessa andrebbe incontro all'insolvenza e, per tal via, la pretesa degli azionisti di minoranza sull'attivo risulterebbe azzerata; cfr. in senso conforme D. FANUELE, *Società quotate in crisi - Esenzione OPA*, cit., p. 186 nonché P. LUCANTONI, *Esenzioni dall'obbligo e offerte pubbliche di acquisto preventive*, in *Le Offerte Pubbliche di Acquisto* a cura di M. STELLA RICHTER JR, Giappichelli Editore, Torino, 2011, p. 177 ss. (spec. p. 201).

<sup>(181)</sup> Cfr. Articolo 106, comma 5°, Testo Unico della Finanza ai sensi del quale la "*Consob stabilisce con regolamento i casi in cui il superamento della partecipazione indicata nel comma 1 o nel comma 3, lettera b), non comporta l'obbligo di offerta ove sia realizzato in presenza di uno o più soci che detengono il controllo*" o sia determinato da altre circostanza individuate da tale norma.

una partecipazione rilevante non comportasse un obbligo di offerta di cui all'Articolo 106 (totalitaria *ex* Articolo 106, comma 1° ovvero di consolidamento *ex* Articolo 106, comma 3°, lettera b)), laddove tale acquisto fosse stato "*compiuto tramite sottoscrizione di un aumento di capitale in presenza di un piano di ristrutturazione del debito di una società quotata in crisi, comunicato alla Consob ed al mercato*"<sup>(182)</sup>. Con la disposizione richiamata, la Consob identificò - al fine di circostanziare il perimetro di applicazione della generica<sup>(183)</sup> ed a-tecnica previsione legislativa - i presupposti oggettivi di applicazione dell'esenzione di cui all'Articolo 106, comma 5°, lett. a), del Testo Unico della Finanza<sup>(184)</sup>.

Alla luce del combinato disposto della disposizione legislativa e della disposizione regolamentare sopra richiamate, pertanto, l'esenzione in oggetto avrebbe trovato applicazione nel caso in cui fossero risultati soddisfatti i tre seguenti presupposti oggettivi di applicazione<sup>(185)(186)(187)</sup>:

---

<sup>(182)</sup> Così testualmente l'Articolo 49, comma 1°, lett. b), Regolamento Emittenti anteriormente alla approvazione della Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731. Per l'analisi della disciplina rinnovata di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), post adozione della Delibera summenzionata si rinvia al successivo Capitolo III.

<sup>(183)</sup> Si veda in merito F. CANNELLA, *Commento sub art. 106*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, cit., p. 374, secondo cui il regolamento della Consob "*ha poi precisato tale esenzione, chiarendo il significato dell'espressione «salvataggio» usata dal legislatore che, pur essendo di comune accezione aziendalistica, non appare giuridicamente ben definita*"; si veda altresì il commento di R. WEIGMANN, *Commento sub artt. 105, 106, 107 e 108*, in *Testo unico della finanza*, cit., pp. 918-919 - con riferimento al contenuto della disposizione regolamentare - secondo il quale autore la "*norma regolamentare non definisce ulteriormente né la nozione di crisi in cui deve trovarsi la società quotata, né quella di piano di ristrutturazione del debito in cui si inquadra l'aumento di capitale: si tratta di un rinvio a valutazioni tecniche di tipo aziendale e finanziario, di cui l'esperienza ha fornito numerosissimi esempi*".

<sup>(184)</sup> Ciò anche al fine di evitare un utilizzo elusivo dell'esenzione teso ad eludere l'obbligo di offerta pubblica; cfr. in tal senso D. FANUELE, *Società quotate in crisi - Esenzione OPA*, cit., p. 186.

<sup>(185)</sup> Nella prima comunicazione interpretativa emessa da parte dell'autorità di controllo con riferimento all'ipotesi di esenzione relativa ad operazioni dirette al salvataggio di società in crisi (cfr. Comunicazione Consob n. 98092350 del 1 dicembre 1998 si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, Giuffrè, 2011, Milano, p. 813 ss.) la Consob ribadì come sulla base della disposizione regolamentare, gli elementi costitutivi della fattispecie di esenzione fossero i seguenti tre "*a) il superamento della soglia rilevante a causa della sottoscrizione di un aumento di capitale; b) l'esistenza di un piano di ristrutturazione del debito reso noto al mercato e alla Consob; c) lo stato di crisi della società quotata*".

<sup>(186)</sup> In questo senso anche A. DE CANTELLIS - P. GIUDICI - P. TERRIBILE, *Rassegna delle comunicazioni Consob in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2001, I, p. 521 ss., spec. p. 549.

- (1) che fosse stato possibile ritenere sussistente uno stato di crisi della società quotata;
- (2) che il superamento della soglia rilevante ai fini degli obblighi di offerta pubblica di acquisto fosse stato determinato per effetto di un aumento di capitale; e
- (3) che la crisi fosse "comprovata" dall'esistenza di un piano di ristrutturazione (e che lo stesso fosse stato comunicato alla Consob ed al mercato).

Con riferimento alle nozioni summenzionate - che non risultavano meglio definite da altre fonti normative, legislative ovvero regolamentari - la Consob espletò una copiosa attività di interpretazione<sup>(188)(189)</sup> che, se da un lato consentì una più chiara identificazione del perimetro di applicazione dell'esenzione, dall'altro rese incerta, con riferimento ai singoli casi proposti all'attenzione della Consob, l'applicazione della stessa<sup>(190)(191)</sup>. In ogni caso, tale attività interpretativa ha

---

<sup>(187)</sup> Sotto il profilo soggettivo, il Regolamento Emittenti anteriormente alla riforma introdotta con l'adozione delle Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731, non prevedeva alcun requisito specifico risultando - tale esenzione - applicabile tanto a istituti finanziari creditori della società in crisi (in linea con l'elaborazione proposta sotto la vigenza della legge n. 149/1992 da parte della Consob con le proprie comunicazioni interpretative) quanto a soggetti terzi intenzionati ad acquisire la stessa (cfr. sul punto L.G. PICONE, *Le Offerte Pubbliche di Acquisto, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè, 1999, Milano, p. 224; B. QUATRARO - L.G. PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, cit., p. 86; F. CANNELLA, *Commento sub art. 106*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, cit., p. 375); L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, cit., p. 194. In *Nota tecnica*, cit., p. 28-29, la stessa autorità di controllo aveva sottolineato come apparisse "opportuno non limitare l'esenzione solo all'intervento delle banche creditrici della società in crisi nell'ambito di un piano di risanamento, ma estenderla anche alle situazioni che vedono intervenire, come protagonista di un piano volto al recupero dell'equilibrio economico patrimoniale della società in crisi, un imprenditore interessato ad acquisire la società"; in senso conforme anche ASSONIME, *Circolare n. 13/1999*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 33 ss. La Consob su pronuncio in senso conforme alla interpretazione richiamata con Comunicazione Consob n. 5007223 del 3 febbraio 2005. Per un confronto si veda anche E. FRENI, *Stato di crisi della società quotata ed esenzione dall'obbligo di opa*, Osservatorio delle Autorità indipendenti, in *Giornale dir. amm.*, 2005, p. 551 ss., spec. pp. 553-554.

<sup>(188)</sup> Si vedano, in proposito, rispettivamente i successivi paragrafi 3.1 (per quanto attiene alla nozione di "stato di crisi"), 3.2 (per quanto attiene al requisito dell'"aumento di capitale") e 3.3 (per quanto attiene alla nozione di "piano di ristrutturazione") di cui al presente Capitolo II.

<sup>(189)</sup> Cfr. D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F, Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1077.

<sup>(190)</sup> Cfr. D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F, Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., pp. 1077 - 1078.

contribuito, se complessivamente considerata, ad una più chiara definizione di tali presupposti applicativi dell'esenzione<sup>(192)</sup> e costituisce, anche con riferimento alla disciplina attualmente vigente<sup>(193)</sup> – come da ultimo risultante successivamente alla modifica dell'Articolo 49 del Reg. Emittenti introdotta con Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731 – un "*corpus interpretativo*"<sup>(194)</sup> di fondamentale importanza per l'interprete e per gli operatori. In merito, sebbene l'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti risulti essere stato completamente innovato con l'adozione della Delibera Consob summenzionata, l'analisi della fattispecie di esenzione oggetto di approfondimento nel presente lavoro non può prescindere dal richiamo e dallo studio di tale *corpus* valutata la costante, ancorché parziale, "*applicabilità*" e rilevanza dello stesso<sup>(195)</sup>.

### 3.1 I REQUISITI APPLICATIVI DI CUI ALL'ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), DEL REG. EMITTENTI: (A) LO STATO DI CRISI

Con riferimento al primo requisito, occorre ricordare come – in corso di vigenza della disciplina applicabile anteriormente alla Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731 – la nozione di "*crisi*" adottata da parte del Regolamento Emittenti risultasse avere una accezione generale o a-tecnica<sup>(196)</sup> ovvero economico-finanziaria<sup>(197)(198)</sup> tale

---

<sup>(191)</sup> Ciò in quanto, in ultima istanza, la Consob avrebbe sostanzialmente beneficiato di un non marginale apprezzamento discrezionale in relazione alla valutazione delle singole fattispecie proposte alla propria attenzione dagli operatori.

<sup>(192)</sup> Cfr. in senso conforme D. FANUELE, *Società quotate in crisi – Esenzione OPA*, cit., p. 185.

<sup>(193)</sup> Si rimanda al Capitolo III, paragrafi 5.1, 5.2 e 5.3 per quanto attiene all'analisi della disciplina esistente e della rilevanza – anche con riferimento a tale rinnovata disciplina – delle valutazioni fornite da parte della Consob sino all'emanazione della Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731, in merito ai presupposti di applicazione dell'esenzione in caso di operazioni di salvataggio di società in crisi.

<sup>(194)</sup> Cfr. D. FANUELE, *Società quotate in crisi – Esenzione OPA*, cit., p. 192.

<sup>(195)</sup> Si rimanda al Capitolo III, paragrafi 5.1, 5.2 e 5.3 per una analisi puntuale in merito alla rilevanza – nel contesto dell'Articolo 49 come risultante ai sensi delle modifiche introdotte dalla Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731 – delle valutazioni formulate dalla Consob in merito ai requisiti applicativi di cui a tale articolo del Regolamento Emittenti anteriormente alla Delibera Consob summenzionata.

<sup>(196)</sup> Cfr. D. FANUELE, *Società quotate in crisi – Esenzione OPA*, cit., p. 185.

– pertanto – da risultare sufficientemente flessibile per poter trovare applicazione in connessione ad una molteplicità di circostanze, anche eterogenee tra loro<sup>(199)</sup>.

L'autorità di controllo – tenuto conto dell'elasticità del dato testuale summenzionato – ha avuto modo di ritenere sussistente uno "*stato di crisi*" in connessione ad una serie eterogenea di fattispecie/indici<sup>(200)</sup> e, per tal via, "*riempire di contenuto*" tale condizione di applicabilità dell'esenzione<sup>(201)</sup>.

In merito, è possibile classificare nelle seguenti tre categorie principali tali fattispecie/indici: (i) la sussistenza di una "*tensione finanziaria*" ovvero di una "*debolezza patrimoniale*" testimoniata da indici economico-finanziari negativi (risultanti dai documenti contabili certificati dell'emittente); (ii) l'emissione di giudizi negativi da parte di organi societari (e.g. il collegio sindacale) ovvero di *advisors / auditors* indipendenti (e.g. la società di revisione indipendente); e, infine, (iii)

---

<sup>(197)</sup> Cfr. R. WEIGMANN, *Commento sub artt. 105, 106, 107 e 108*, in *Testo unico della finanza*, cit., p. 919.

<sup>(198)</sup> Tale requisito di applicazione – infatti – non risultava connesso alla sussistenza di parametri oggettivi come successivamente verrà previsto nel riformato Articolo 49 del Regolamento Emittenti ai sensi della delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731; si veda in merito quanto più diffusamente illustrato al successivo paragrafo 4.1 di cui al Capitolo III.

<sup>(199)</sup> Come si vedrà nel Capitolo III, paragrafi 4.1 e 5.1, con la riforma dell'Articolo 49 del Regolamento Emittenti occorso in virtù della Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731, il requisito della crisi verrà "*oggettivizzato*" (con riferimento a due delle tre *sub*-fattispecie di esenzione in caso di operazioni di salvataggio di società in crisi) in quanto ancorato, *inter alia*, (i) alla sussistenza di procedure concorsuali di cui alla Legge Fallimentare/altre leggi speciali, ovvero (ii) alla sussistenza di accordi di ristrutturazione in connessione alla quale sia intervenuta l'omologa di un tribunale (*i.e.* accordi *ex* Articolo 182-*bis* della Legge Fallimentare), ovvero – infine – (iii) alla sussistenza di accordo di risanamento asseverato da un esperto indipendente (*i.e.* piani di risanamento *ex* Articolo 67, comma 3°, lett. d), della Legge Fallimentare). In dottrina l'ampiezza della nozione in oggetto è stata rilevata da parte di F. MUCCIARELLI, *Esenzione dall'opa obbligatoria per salvataggio: le decisioni Consob*, cit., p. 561.

<sup>(200)</sup> La nuova formulazione della fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1, lett. b), Regolamento Emittenti, ha ridotto (e – con riferimento ad alcune ipotesi – eliminato) la valutazione discrezionale da parte dell'autorità di controllo in merito alla sussistenza di uno stato di crisi (si veda in merito, più diffusamente sul punto, il successivo paragrafo 5 di cui al Capitolo III); una valutazione da parte della Consob in merito alla sussistenza di uno stato di crisi verrà richiesto esclusivamente con riferimento alle ipotesi residuali che dovessero ricadere nell'ipotesi di cui all'Articolo 49, comma 1°, n. 3, Reg. Emittenti. Si veda, in senso conforme, D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F, Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, Tomo II, cit., p. 1079 (spec. nt. 18).

<sup>(201)</sup> Cfr. R. WEIGMANN, *Commento sub artt. 105, 106, 107 e 108*, in *Testo unico della finanza*, cit., p. 919.

l'apertura di procedure concorsuali<sup>(202)</sup> ovvero l'esistenza di iniziative/procedure non aventi carattere concorsuale e finalizzate alla risoluzione di crisi finanziarie<sup>(203)</sup>.

### 3.1.1 **Sussistenza di una "tensione finanziaria" ovvero di una "debolezza patrimoniale" testimoniata da indici economico-finanziari negativi**

Tra gli indici che tipicamente testimoniano in maniera più oggettiva ed evidente il manifestarsi di uno stato di crisi aziendale vi sono eventi quali la sussistenza di forti perdite, l'inadempimento di debiti, la sussistenza dei presupposti di cui agli Artt. 2446 e 2447 Cod. Civ., il mancato rispetto di *covenant* contrattuali (e.g. *covenant* finanziari o *covenant* negativi), nonché la sussistenza di un patrimonio netto ovvero di un EBITDA/EBIT negativo<sup>(204)</sup>.

L'autorità di controllo ebbe modo di confermare come ciascuna delle circostanze richiamate (laddove singolarmente sussistenti ovvero, a maggior ragione, in congiunzione con altre circostanze alle stesse assimilabili) costituisca un indice sufficiente per ritenere integrato il primo requisito necessario per giudicare applicabile l'esenzione in oggetto.

In proposito, con la Comunicazione Consob n. DIS/45526 dell'8 giugno 2000<sup>(205)</sup>, l'autorità di controllo ritenne sussistente il requisito dello stato di crisi sulla base della valutazione delle "*consistenti perdite che avevano ridotto significativamente il patrimonio*" che aveva determinato "*l'incapacità della società di adempiere alle obbligazioni assunte con il sistema bancario*"<sup>(206)</sup>; in modo assimilabile la Consob ebbe modo di

---

<sup>(202)</sup> Quali, ad esempio, la pendenza di un procedimento teso ad accertare la sussistenza di una insolvenza e dichiarare, se dal caso, lo stato di fallimento di una società.

<sup>(203)</sup> Quali soluzioni privatistiche non espressamente previste dalla legge, piani di risanamento ex Articolo 67, comma 3°, lett. d), della Legge Fallimentare, ovvero accordi di ristrutturazione del debito ex Articolo 182-*bis* della Legge Fallimentare.

<sup>(204)</sup> Cfr. D. FANUELE, *Società quotate in crisi – Esenzione OPA*, cit., p. 188.

<sup>(205)</sup> La menzionata Comunicazione Consob n. DIS/45526 dell'8 giugno 2000 si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 815 ss.

<sup>(206)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DIS/45526 dell'8 giugno 2000 che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 818.

pronunciarsi in Comunicazione Consob n. DEM/5007223 del 3 febbraio 2005 affermando come l'esistenza di uno stato di crisi fosse testimoniato, con riferimento a tale caso, da *"uno stato di tensione finanziaria che comporta l'incapacità [...] di adempiere alle obbligazioni assunte con il sistema bancario"*<sup>(207)</sup>. In Comunicazione Consob n. DEM/7088261 del 3 ottobre 2007<sup>(208)</sup>, la Consob rilevò come, con riferimento alla fattispecie oggetto di analisi, la situazione di crisi fosse attestata dal *"deficit finanziario e patrimoniale della società"* testimoniata *"dai crescenti volumi delle perdite e dalla costante e cospicua diminuzione del patrimonio netto"*<sup>(209)</sup>; tali fattori evidenziavano, con riferimento alla fattispecie oggetto di analisi, *"la necessità di un intervento patrimoniale volto alla ricapitalizzazione della società, in presenza dei presupposti di cui all'art. 2446 del codice civile"*<sup>(210)</sup> e, pertanto, corroborarono il convincimento circa la sussistenza di uno stato di crisi. In Comunicazione Consob n. DEM/9029395 dell'1 aprile 2009<sup>(211)</sup>, inoltre, l'autorità di controllo – con riferimento alla ristrutturazione del Gruppo Arena – giudicò sussistente una situazione di crisi sulla base della *"significativa tensione finanziaria e di debolezza patrimoniale [...] attestata dai crescenti volumi delle perdite e dalla*

---

<sup>(207)</sup> Sempre in Comunicazione Consob DEM/5007223 del 3 febbraio 2005, relativo al c.d. caso GIM, (che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 824 ss.) si riferisce come il requisito dello stato di crisi dovesse ritenersi integrato in quanto *"in assenza di risultati economici immediati sufficienti a riequilibrare la struttura patrimoniale, lo squilibrio [avrebbe inciso] negativamente sull'andamento gestionale del Gruppo e [messo] in periodo la continuità aziendale"*.

<sup>(208)</sup> La Comunicazione Consob n. DEM/7088261 del 3 ottobre 2007 si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 827 ss.

<sup>(209)</sup> Eventi che avevano determinato la difficoltà della società in questione *"ad adempire a tutte le obbligazioni assunte"* certificando, in tal modo, ancora in modo più evidente lo stato di crisi.

<sup>(210)</sup> Con riferimento alla situazione di cui all'Articolo 2446 del Codice Civile quale indice di uno stato di crisi si veda altresì Comunicazione Consob n. DEM/7112569 del 28 dicembre 2007 (Comunicazione che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 835 ss.) in cui la Consob ritenne sussistente una crisi aziendale in relazione a talune circostanze tra le quali la sussistenza della *"situazione prevista dall'art. 2446 cod. civ."*; si veda altresì Comunicazione Consob n. DEM/10071578 del 19 agosto 2010 (Comunicazione che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 885 ss.) dove, con riferimento al c.d. caso Investimenti e Sviluppo, si confermò la sussistenza di uno stato di crisi preso atto del fatto che la società *"versava nella fattispecie prevista dall'art. 2446 cod. civ. e, pertanto, l'assemblea straordinaria del 19 marzo 2010 ha deliberato la copertura della perdita d'esercizio mediante l'abbattimento del capitale sociale [...]"*.

<sup>(211)</sup> La Comunicazione Consob n. DEM/9029395 del 1 aprile 2009, si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 844 ss.

costante riduzione del patrimonio netto"<sup>(212)(213)(214)</sup>. In Comunicazione Consob n. DEM/9061762 del 3 luglio 2009<sup>(215)</sup>, infine, lo stato di crisi fu accertato sulla base dei seguenti fattori: "i principali margini reddituali del gruppo [...società X...] [risultavano] essere negativi; la perdita registrata dalla capogruppo [era] superiore ad un terzo del capitale; il Gruppo non [aveva] le risorse necessarie per il rimborso del debito esistente [...], in relazione al quale non ha rispettato i covenants finanziari, né ha pagato gli interessi maturati e le quote di capitale dovute [...]; alla data di approvazione del bilancio, le circostanze sopra indicate, evidenziano [...] "elementi di rilevante incertezza che pongono significativi dubbi in merito alla continuità azienda del Gruppo"<sup>(216)</sup>.

### 3.1.2 **Emissione di giudizi negativi da parte di organi societari di controllo ovvero di advisors / auditors indipendenti**

Un secondo indice dello stato di crisi con riferimento al quale la Consob ha dimostrato di attribuire rilevanza ai fini dell'accertamento del requisito della "crisi" è rappresentato dall'emissione di un giudizio negativo (in merito alle condizioni finanziari/patrimoniali di un emittente) da parte di un organo societario di controllo ovvero da parte di un *advisor / auditor*. In merito, si segnalano principalmente le seguenti circostanze: (a) la dichiarazione da parte del revisore legale circa l'impossibilità ad esprimere un giudizio sul bilancio tenuto conto delle significative

---

<sup>(212)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/9029395 dell'1 aprile 2009 che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 848.

<sup>(213)</sup> In termini simili la Consob si esprimerà in relazione al c.d. caso Safilo (si veda in merito al Comunicazione Consob n. DEM/9101538 del 4 dicembre 2009 che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 877).

<sup>(214)</sup> Con riferimento al c.d. caso Safilo (Comunicazione Consob n. DEM/9101538 del 4 dicembre 2009 che si legge in F. Bonelli (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 877 ss.) la Consob avrà modo di descrivere tale stato come una condizione di "pervasivo rischio di tensione gestionale idoneo a minare la capacità di sopravvivenza" della società.

<sup>(215)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/9061762 del 3 luglio 2009 che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 862 ss.

<sup>(216)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/9061762 del 3 luglio 2009 che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 866.

incertezze relative alla continuità aziendale<sup>(217)</sup>; (b) la formulazione di giudizi sul bilancio da parte del collegio sindacale in linea con quelli espressi da parte del revisore legale; e (c) l'esistenza di dubbi – nella relazione da parte del revisore legale al bilancio – in merito alla continuità aziendale dell'emittente.

Al riguardo, merita di essere richiamato quanto illustrato da parte della Consob in Comunicazione Consob n. DEM/7112569<sup>(218)</sup>, laddove fu ritenuta sussistente una situazione di crisi da parte delle Consob, in quanto "[i]n merito al bilancio di esercizio e consolidato [...] la società di revisione [aveva] espresso un giudizio negativo e una impossibilità al rilascio del giudizio di conformità in merito alla semestrale 2007, per effetto di pesanti rilievi in merito al presupposto della continuità aziendale"<sup>(219)</sup><sup>(220)</sup> e il "collegio sindacale [aveva] espresso sui bilanci 2004, 2005 e 2006 giudizi in linea con quelli della società di revisione". In Comunicazione Consob n. DEM/10071578 del 19 agosto 2010<sup>(221)</sup> – relativa al c.d. caso Investimenti e Sviluppo – si legge come la "società di revisione [...], si [fosse] dichiarata impossibilitata ad esprimere un giudizio sui bilanci d'esercizio e consolidato del gruppo Investimenti e Sviluppo [...] alla luce delle incertezze e criticità sulle prospettive della continuità aziendale" ed "il collegio sindacale [avesse] espresso [...] giudizi in linea con quelli della società di revisione".

In aggiunta agli indici summenzionati la Consob – come espressamente illustrato nelle proprie analisi svolte in connessione ai c.d. casi Arena Agroindustrie

---

<sup>(217)</sup> Cfr. D. FANUELE, *Società quotate in crisi – Esenzione OPA*, cit., p. 189.

<sup>(218)</sup> Tale Comunicazione si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 835 ss.

<sup>(219)</sup> Tale circostanza era aggravata dal fatto – nella circostanza in oggetto – la società di revisione "già in merito ai bilanci al 31 dicembre 2004 ed al 31 dicembre 2005" si era dichiarata impossibilitata al rilascio di un giudizio per criticità in merito alla continuità aziendale.

<sup>(220)</sup> Le medesime considerazioni si legge in Comunicazione Consob n. DEM/9061762 del 3 luglio 2009, in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 866. Ancora in merito alla rilevanza dell'impossibilità di emettere un giudizio circa il bilancio si esercizio, si veda il caso c.d. Socotherm di cui alla Comunicazione Consob n. DEM/10093538 dell'11 novembre 2010 (Comunicazione che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 905 ss.)

<sup>(221)</sup> Comunicazione Consob che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 885 ss.

Alimentari<sup>(222)</sup>, Safilo<sup>(223)</sup>, Socotherm<sup>(224)</sup> e Risanamento<sup>(225)</sup> – ha ritenuto rilevante, ai fini di ritenere attuale, in concomitanza con la sussistenza di altri indizi, uno stato di crisi aziendale, anche la formulazione da parte della società di revisione di un giudizio in merito (a) alla incertezza significativa circa la "*capacità [...] di proseguire l'attività aziendale*"<sup>(226)</sup>, ovvero, (b) alla sussistenza di "*dubbi significativi sulla continuità aziendale*"<sup>(227)</sup>.

### 3.1.3 Avvio di procedure concorsuali

Con riferimento al c.d. caso Risanamento<sup>(228)</sup> ed al c.d. caso Socotherm<sup>(229)</sup> la Consob ebbe modo di chiarire – anticipando, in merito, quanto sarebbe successivamente stato confermato con la delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731<sup>(230)</sup> – come lo stato di crisi fosse "*oggettivamente*" confermato dalla sussistenza, rispettivamente, di un "*procedimento in corso [...] a seguito dell'istanza di fallimento [...] depositata dal Pubblico Ministero [...]*" e "*dall'intervenuta omologa [...] della [...] proposta di concordato preventivo*". Merita di essere rilevato come, a differenza degli indici richiamati ai paragrafi che precedono<sup>(231)</sup>, la valutazione circa la sussistenza di uno

---

<sup>(222)</sup> Comunicazione Consob n. DEM/9029395 del 1 aprile 2009 che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 844 ss.

<sup>(223)</sup> Comunicazione Consob n. DEM/9101538 del 4 dicembre 2009 che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 877 ss.

<sup>(224)</sup> Comunicazione Consob n. DEM/10093538 dell'11 novembre 2010 che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 905 ss.

<sup>(225)</sup> Comunicazione Consob n. DEM/11002120 del 13 gennaio 2011 che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 913 ss.

<sup>(226)</sup> Così in Comunicazione Consob n. DEM/9101538 del 4 dicembre 2009.

<sup>(227)</sup> Così in Comunicazione Consob n. DEM/10093538 dell'11 novembre 2010.

<sup>(228)</sup> Si veda, per la relativa Comunicazione Consob, nt. 225 che precede.

<sup>(229)</sup> Si veda, per la relativa Comunicazione Consob, nt. 224 che precede.

<sup>(230)</sup> Si veda, in merito, il paragrafo 4 di cui al Capitolo III che segue.

<sup>(231)</sup> Si vedano, in merito, i precedenti paragrafi 3.1.1 e 3.1.2; infatti, con riferimento a tali indici rivelatori dello stato di crisi di una società quotata, l'apprezzamento dell'autorità di controllo risultava essere alquanto ampio.

stato di crisi da parte della Consob – con riferimento a casi di questa natura – sarebbe stata, da un lato, alquanto agevole in termini di analisi/valutazione<sup>(232)</sup> e, dall'altro, ancorata a dei parametri oggettivi<sup>(233)</sup> non soggetti ad alcun apprezzamento discrezionale da parte dell'autorità di controllo.

### 3.1.4 **La nozione di "crisi" rilevante ai fini dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti anteriormente alla Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731**

Alla luce del percorso ermeneutico svolto da parte dell'autorità di controllo brevemente richiamato ai paragrafi che precedono, può essere rilevato come la Consob avesse contribuito – con successive prese di posizione sul punto tramite le proprie comunicazioni interpretative – a definire i contorni della definizione di "crisi" che, sebbene continuasse ad risultare una nozione "fluida" e generica venne ad assumere, con il susseguirsi di casi oggetto di analisi, contorni sempre più definiti. In particolare, al fine di evitare che qualsiasi generico stato di crisi fosse potuto risultare rilevante ai fini della disciplina delle offerte pubbliche (*rectius*, della disciplina delle esenzioni dall'obbligo di offerta pubblica)<sup>(234)</sup>, la Consob fece propria una nozione economico-finanziaria di crisi<sup>(235)</sup> che in ogni caso avrebbe dovuto essere "certificata" da indici il più possibile oggettivi quale l'apertura di una procedura concorsuale nei confronti dell'emittente ovvero la sussistenza di una grave difficoltà finanziaria/patrimoniale testimoniata da parametri di bilancio oggettivi ovvero da rilievi mossi da parte di organi societari di controllo / *advisors* indipendenti.

## 3.2 (SEGUE). (B) LA SOTTOSCRIZIONE DI UN AUMENTO DI CAPITALE

---

<sup>(232)</sup> In quanto connessa alla mera verifica circa l'avvio di una delle procedure menzionate rispetto alla società in relazione alla quale l'indagine fosse stata svolta.

<sup>(233)</sup> L'apprezzamento discrezionale da parte dell'autorità di controllo, risultando il rilevamento dello stato di crisi basato su parametri oggettivi nonché evidenze documentali, sarebbe stato con riferimento alle fattispecie in oggetto alquanto ridotto (se non azzerato).

<sup>(234)</sup> E, pertanto, essere utilizzata come "artificio per eludere l'obbligo di OPA" (Cfr. D. FANUELE, *Società quotate in crisi – Esenzione OPA*, cit., p. 186).

<sup>(235)</sup> Cfr. D. FANUELE, *Società quotate in crisi – Esenzione OPA*, cit., pp. 188-189.

In conformità a quanto disposto dal previgente Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti, l'operatività dell'esenzione risultava limitata ai soli casi nei quali il "soccorso" da parte di un terzo fosse stato attuato per il tramite la sottoscrizione di un aumento di capitale *ex* Articolo 2441 Cod. Civ. (in principio allo stesso riservato<sup>(236)</sup> *ex* Articolo 2441, comma 5°, del Codice Civile secondo il quale "quando l'interesse della società lo esige, il diritto di opzione può essere escluso o limitato con la deliberazione di aumento di capitale"<sup>(237)</sup>).

Al fine di implementare un'operazione di salvataggio esente ai fini d'o.p.a. si sarebbe dovuto, pertanto, giungere ad approvare una deliberazione di aumento di capitale riservato con esclusione del diritto di opzione<sup>(238)</sup>.

---

<sup>(236)</sup> Cfr. in questo senso E. CARDINALE, *Commento sub art. 106, Codice Commentato delle Società* (a cura di N. ABRIANI – M. STELLA RICHTER) – *Artt. 2484-2641 c.c., T.U.F. – Normativa complementare*, cit., p. 3198; M. GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, cit., pp. 304-305 (spec. nt. 116); L. G. PICONE, *Le Offerte Pubbliche di Acquisto, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè, 1999, Milano, p. 224-225; B. QUATRARO - L.G. PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, cit., pp. 86-87; F. CANNELLA, *Commento sub art. 106*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, cit., pp. 374-375; V. LUPOLI, *L'esenzione da opa obbligatoria nelle operazioni di "salvataggio" di società quotate in crisi, i casi Gabetti, Risanamento e Omnia Network*, in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 111 ss.; D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1079 (spec. nt. 20).

<sup>(237)</sup> L'aumento di capitale avrebbe dovuto essere deliberato in funzione dell'operazione di ristrutturazione della società. In questo caso "l'interesse" di cui fa menzione la norma, che costituisce elemento costitutivo della fattispecie, è rappresentato dalla possibilità di risolvere, con l'intervento di un terzo, la crisi economico-finanziaria che attraversa la società in questa situazione. Tale finalità giustifica la compressione delle pretese dei singoli soci a non veder diluita la propria partecipazione sociale tramite un aumento di capitale non riservato agli stessi. In questo caso cioè, la mancata attribuzione del diritto di opzione su azioni di nuova emissione, ordinariamente previsto dalle disposizioni di legge, si giustifica con la necessità di consentire ad un terzo di acquisire il controllo della società al fine di risolvere lo stato di crisi della stessa. L'interesse relativo alla necessità di riequilibrare l'assetto economico della società, in questi casi, è prevalente rispetto alla pretesa dei soci di vedersi conferita una opzione di sottoscrizione sulle azioni di nuova emissione.

<sup>(238)</sup> Si ritiene che l'interpretazione più aderente al dato letterale del disposto di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti costituisca l'interpretazione maggiormente corrispondente alla fattispecie che era intenzione prevedere. Non sarebbe perciò possibile deliberare un aumento di capitale senza esclusione del diritto di opzione, secondo la previsione di cui all'Articolo 2441, comma 1°, del Codice Civile ("*le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni devono essere offerte in opzione ai soci in proporzione al numero delle azioni possedute. Se vi sono obbligazioni convertibili il diritto di opzione spetta anche ai possessori di queste, in concorso con i soci, sulla base del rapporto di cambio*"), salvo poi offrire le azioni inopinate (in numero sufficiente affinché lo stesso possa esercitare il controllo) al soggetto terzo che attuerà il piano di ristrutturazione. Si veda per un'interpretazione contraria quanto riferito al

In merito a tale requisito applicativo, la Consob ebbe modo di precisare come, da un lato (in senso "*positivo*" circa l'applicabilità dell'esenzione), l'esenzione avrebbe trovato applicazione in caso di: (i) sottoscrizione di un aumento di capitale in opzione da liberarsi in natura<sup>(239)</sup>, (ii) acquisto a titolo oneroso di diritti di opzione (e successivo esercizio di tali diritti)<sup>(240)</sup>, (iii) sottoscrizione di due distinti aumenti di capitale (tra loro connessi)<sup>(241)</sup>, (iv) sottoscrizione di un aumento di capitale e conversione di un prestito obbligazionario convertendo<sup>(242)</sup>, e (v) conversione in azioni ordinarie di azioni di categoria speciale o di azioni correlate (emesse in esecuzione di aumenti di capitale eseguiti nel contesto del salvataggio di una società in crisi)<sup>(243)</sup>. Dall'altro (in senso "*negativo*" circa l'applicabilità dell'esenzione) la Consob ha avuto modo di chiarire come il perimetro di applicazione della stessa non si estenda a tal punto da ricomprendere le ipotesi in cui il superamento delle soglie rilevanti ai fini dell'o.p.a. obbligatoria avvenga per effetto (i) di acquisto di azioni<sup>(244)</sup>, ovvero (ii) dell'esercizio di *warrants*<sup>(245)</sup>.

### 3.2.1 Aumenti di capitale liberati in natura

---

successivo paragrafo 3.2.2 di cui al presente Capitolo II in merito alla valutazione proposta dalla Consob in Comunicazione Consob n. DEM/9030808 del 3 aprile 2009.

<sup>(239)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/7088261 del 3 ottobre 2007 e Comunicazione Consob n. DEM/9030808 del 3 aprile 2009; in merito si rinvia al successivo paragrafo 3.2.1.

<sup>(240)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/9030808 del 3 aprile 2009, Comunicazione Consob n. DEM/9079430 del 3 settembre 2009 e Comunicazione Consob n. DEM/9101538 del 4 dicembre 2009; in merito si rinvia al successivo paragrafo 3.2.2.

<sup>(241)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/7088261 del 3 ottobre 2007 e Comunicazione Consob n. DEM/9030808 del 3 aprile 2009; in merito si rinvia al successivo paragrafo 3.2.3.

<sup>(242)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/9079430 del 3 settembre 2009; in merito si rinvia al successivo paragrafo 3.2.4.

<sup>(243)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/9030808 del 3 aprile 2009 e Comunicazione Consob n. DEM/10093539 dell'11 novembre 2010; in merito si rinvia al successivo paragrafo 3.2.5.

<sup>(244)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DIS/98092350 dell'1 dicembre 1998 e Comunicazione Consob n. DEM/9030808 del 3 aprile 2009; in merito si rinvia al successivo paragrafo 3.2.6.

<sup>(245)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/2045801 del 28 giugno 2002 e Comunicazione Consob n. DEM/5007223 del 3 febbraio 2005; in merito si rinvia al successivo paragrafo 3.2.7.

Con la Comunicazione Consob n. DEM/7088261 del 3 ottobre 2007<sup>(246)</sup>, l'autorità di controllo ebbe modo di chiarire definitivamente come l'esenzione relativa al salvataggio di una società in crisi avrebbe potuto trovare applicazione anche nei casi in cui l'aumento di capitale fosse stato liberato mediante un conferimento in natura. Tale interpretazione – ritenuta essere non in conflitto "con il dato normativo (primario e secondario) né con la ratio sottesa alla dispensa", a giudizio della Consob – troverebbe la propria giustificazione nel fatto che "non [rileverebbe] tanto la natura dei beni conferiti alla società, quanto il fatto che l'aumento di capitale sia inserito nel contesto del programma volto al risanamento dell'impresa e che l'attribuzione alla società di beni conferiti sia funzionale alla realizzazione di tale programma". In merito a questa posizione interpretativa, che si giudica condivisibile e che risulta fondata sulla finalità ultima propria dell'esenzione<sup>(247)</sup>, merita di essere aggiunto come, con riferimento a futuri casi concreti<sup>(248)</sup> la Consob<sup>(249)</sup> – sebbene la stessa non risulti legittimata ad effettuare una valutazione di merito di natura economico/finanziaria circa l'adeguatezza del conferimento effettuato tenuto conto delle circostanze concrete della società<sup>(250)</sup> – dovrebbe risultare in ogni caso legittimata a negare l'applicabilità dell'esenzione e, pertanto, imporre l'o.p.a. nei casi in cui il valore del bene conferito in natura (e che avesse consentito ad un soggetto di conseguire una partecipazione di controllo) risultasse palesemente inadeguato alle esigenze finanziarie/patrimoniali della società e, pertanto, l'operazione di ricapitalizzazione apparisse congegnata fraudolentemente allo scopo di consentire il ricambio del

---

<sup>(246)</sup> La medesima argomentazione verrà proposta nuovamente in Comunicazione Consob n. DEM/9030808 del 3 aprile 2009.

<sup>(247)</sup> Vale a dire la necessità di immissione nella società in crisi di risorse finanziarie fresche dirette volte a incrementare il patrimonio della stessa ed a consentire il superamento della situazione di crisi.

<sup>(248)</sup> Ci si riferisce ai casi che dovessero ricadere nel perimetro di applicazione dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1) e n. 2), Reg. Emittenti oggi vigente.

<sup>(249)</sup> Sebbene, ad oggi, una tale riserva non sia stata formulata nelle proprie Comunicazioni interpretative.

<sup>(250)</sup> Tale valutazione – sebbene sconfinante in valutazioni rispetto alle quali l'autorità di controllo dovrebbe tenersi estranea (i.e. l'adeguatezza delle misure poste in essere ai fini del superamento della crisi) – risulterebbe necessaria al fine di evitare elusioni della normativa.

controllo senza determinare un obbligo di offerta pubblica<sup>(251)</sup>.

### 3.2.2 **Acquisto a titolo oneroso di diritti di opzione spettanti ai soci e successivo esercizio di tali diritti**

In linea con i casi di cui al paragrafo che precede, la Consob ha rilevato come l'acquisto di diritti di opzione finalizzato alla successiva sottoscrizione dell'aumento di capitale, *"non [escludesse] l'applicabilità dell'esenzione [...], in quanto la norma regolamentare che disciplina l'esenzione stessa nulla prescrive in ordine alle modalità attraverso le quali il nuovo azionista andrà ad acquisire i diritti di opzione relativi al deliberando aumento di capitale"*<sup>(252)(253)(254)(255)</sup>. Tale valutazione appare condivisibile solo ed esclusivamente nei casi in cui – come successivamente puntualizzato della Consob<sup>(256)</sup> – *"il prezzo di acquisto dei diritti di opzione corrisponda alla media ponderata del prezzo dei diritti di opzione [...] durante il periodo di offerta degli stessi al mercato ai sensi dell'art. 2441, comma 3, cod. civ. [...]"* e, ciò, in quanto tale prezzo *"coincidendo con il prezzo di mercato dei suddetti diritti, non attribuirebbe al precedente azionista controllante*

---

<sup>(251)</sup> Occorre in ogni caso rilevare come il pericolo della strutturazione fraudolenta di una operazione di aumento di capitale da liberarsi tramite conferimento in natura risulti in ogni caso mitigato dalle tutele previste agli Artt. 2441, comma 6° e 2343-ter, del Codice Civile ed in particolare la valutazione da parte di un esperto indipendente del valore del bene oggetto di conferimento.

<sup>(252)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/9030808 del 3 aprile 2009.

<sup>(253)</sup> In Comunicazione Consob n. DEM/9079430 del 3 settembre 2009, la Consob – oltre a riprendere tale considerazione – rileverà come *"[a]ssegnare rilevanza alla corresponsione di una somma di denaro al precedente azionista di maggioranza per l'acquisto dei diritti di opzione, significherebbe [...] introdurre un ulteriore presupposto non previsto dalla norma"*.

<sup>(254)</sup> Cfr. V. LUPOLI, *L'esenzione da opa obbligatoria nelle operazioni di "salvataggio" di società quotate in crisi, i casi Gabetti, Risanamento e Omnia Network*, in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., pp. 117 – 118, nt. 6.

<sup>(255)</sup> Con l'assunzione di tale posizione è stata accolta una interpretazione estensiva del disposto di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti in base alla quale sarebbe stato possibile – in corso di vigenza di tale disposizione *ante* Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731 – deliberare un aumento di capitale senza esclusione del diritto di opzione, secondo la previsione di cui all'Articolo 2441, comma 1°, del Codice Civile salvo poi offrire le azioni inopinate (in numero sufficiente per esercitare il controllo) al soggetto terzo attuante il piano di ristrutturazione.

<sup>(256)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/9101538 del 4 dicembre 2009.

*particolari vantaggi economici*"<sup>(257)</sup>.

### 3.2.3 **Sottoscrizione di due distinti aumenti di capitale**

Nel corso della propria attività interpretativa<sup>(258)</sup>, l'autorità di controllo ha avuto altresì modo di ritenere compatibile con le disposizioni regolamentari (e, pertanto, giudicare nel perimetro di applicazione dell'esenzione relativa al salvataggio di società in crisi) un'operazione di ricapitalizzazione di un emittente condotta tramite l'implementazione di due distinti aumenti di capitale e, ciò, solo ed esclusivamente se fosse stata ravvisata una "*stretta connessione teleologica e temporale*" e la funzionalizzazione degli aumenti di capitale "*al piano di salvataggio*" tale da configurare gli stessi "*un'operazione, ancorché complessa, sostanzialmente unitaria*". Tale interpretazione appare in linea con la previgente fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), Reg. Emittenti in quanto occorre ritenere come la mera articolazione di una operazione di salvataggio tramite due distinti aumenti di capitale non infici la *ratio* del requisito in oggetto declinandosi piuttosto come connotazione peculiare di una specifica operazione di ricambio del controllo che trova la propria giustificazione nell'esigenza pratica di strutturare suddetta transazione tramite plurimi aumenti di capitale.

### 3.2.4 **Sottoscrizione di un aumento di capitale e conversione di un prestito obbligazionario convertendo**

---

<sup>(257)</sup> In linea con il limite esposto con riferimento al caso che precede (*i.e.* i casi di aumenti di capitale liberati tramite il conferimento di beni in natura), occorre ritenere che la Consob avrebbe potuto negare l'applicabilità dell'esenzione nel caso in cui – tramite la cessione di diritti di opzione originariamente sottoscritti da parte degli azionisti – le risorse finanziarie corrisposte da parte del soggetto che fosse venuto a detenere la maggioranza (per effetto dell'esercizio di tali diritti) sarebbero parzialmente state introitate dai soci cedenti tali diritti piuttosto che da parte della società in crisi (e, ciò, per effetto della differenza tra il (minor) prezzo di tali diritti durante il periodo di offerta e il (maggior) prezzo di acquisto da parte del terzo).

<sup>(258)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/7088261 del 3 ottobre 2007 e Comunicazione Consob n. DEM/9030808 del 3 aprile 2009.

Una posizione analoga è stata assunta da parte della Consob con riferimento al caso Risanamento<sup>(259)</sup>. Nell'esaminare tale operazione, la Consob ha confermato la propria tendenza interpretativa ritenendo come, anche in caso sottoscrizione di un aumento di capitale accompagnata dalla sottoscrizione di un prestito obbligazionario convertibile, dovesse ritenersi applicabile l'esenzione laddove la stessa operazione potesse considerarsi "*un'operazione sostanzialmente unitaria finalizzata al salvataggio*" di una società in crisi<sup>(260)</sup>. In merito alla legittimità di tale peculiare fattispecie si rileva come la Consob abbia sostanzialmente ribadito quanto già riferito con riferimento alla ipotesi di sottoscrizione di due distinti aumenti di capitale di cui al paragrafo che precede<sup>(261)</sup>.

### **3.2.5 Conversione in azioni ordinarie di azioni di categoria speciale o di azioni correlate (emesse in esecuzione di aumenti di capitale eseguiti nel contesto del salvataggio di una società in crisi); il caso Gabetti Property Solutions di cui alla Comunicazione Consob n. DEM/10093539 dell'11 novembre 2010**

La Consob, con il pronunciamento di cui alla Comunicazione Consob n. DEM/10093539 dell'11 novembre 2010<sup>(262)</sup> – facendo seguito alle pronunce di cui alle

---

<sup>(259)</sup> Nel caso richiamato le seguenti operazioni sul capitale avrebbero dovuto essere implementate: (i) un aumento di capitale inscindibile offerto in opzione ai soci per Euro 150 milioni (garantito integralmente dalle banche creditrici); (ii) l'emissione di un prestito obbligazionario "*convertendo*" in azioni ordinarie della società in crisi di nuova emissione (emissione integralmente garantita da parte delle banche creditrici mediante conversione dei rispettivi crediti chirografari).

<sup>(260)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/9079430 del 3 settembre 2009.

<sup>(261)</sup> Occorre tuttavia rilevare come tale fattispecie si discosti alquanto dalla fattispecie sopra richiamata in quanto, mentre con riferimento alla ipotesi di aumenti di capitali plurimi tra loro connessi (di cui al paragrafo 3.2.3 che precede) si ha una sottoscrizione immediata di azioni della società, con riferimento all'ipotesi oggetto di analisi si avrebbe una sottoscrizione parziale "*certa*" di azioni al momento di effettuazione del primo aumento oltre ad una sottoscrizione di azioni "*incerta e potenziale*" al momento in cui il debito fosse convertito – per l'operare di clausole contrattuali previste nel relativo titolo (*i.e.* l'obbligazione convertibile) – in azioni (emesse sulla base di un aumento di capitale deliberato "*a servizio*" di tale possibile conversione). In merito, parrebbe di poter approssimare più propriamente tale fattispecie all'ipotesi di aumento di capitale ed emissione di *warrants* (rispetto alla quale si rinvia al successivo paragrafo 3.2.7 piuttosto che alla fattispecie di aumenti di capitali congiunti).

<sup>(262)</sup> Comunicazione che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 909 ss.

Comunicazioni Consob n. DEM/7088261 del 3 ottobre 2007 e n. DEM/9030808 del 3 aprile 2009 - ha mostrato definitivamente di accedere ad una definizione "sostanzialistica" della nozione di aumento di capitale affermando che l'eventuale superamento della soglia rilevante ai fini o.p.a., determinato (anche) dalla conversione in azioni ordinarie di azioni di categoria emesse in relazione ad un aumento di capitale varato in funzione di una operazione di salvataggio, non determini un obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto in base "alle previsioni di cui all'art. 49, comma 1, lett. b) e d), in quanto trattasi dell'esercizio di diritti originariamente spettanti acquistati sulla base dell'operazione di salvataggio"<sup>(263)</sup>. Sulla base del ragionamento proposto, pertanto, in corso di vigenza della disciplina di cui all'Articolo 49 Reg. Emittenti anteriormente all'adozione della Delibera Consob datata 5 aprile 2011, n. 17731, anche una operazione strutturata tramite un aumento di capitale con emissione di azioni di categoria (ovvero strumenti finanziari partecipativi) avrebbe soddisfatto il requisito applicativo dell'aumento di capitale di cui al comma 1°, lett. b), di tale disposizione, risultando, in ogni caso, l'eventuale conversione "coperta" dalla ipotesi di esenzione di cui alla lettera d) dell'Articolo 49, comma 1°, suddetto.

La Consob ebbe modo di aggiungere - a complemento della valutazione richiamata - come l'eventuale stipulazione di un patto parasociale tra i sottoscrittori di tali azioni in un momento successivo all'emissione delle azioni di categoria non avrebbe in ogni caso determinato l'insorgere di un obbligo di offerta pubblica tenuto conto del fatto che tali azioni di categoria risultavano rivenire "dalla sottoscrizione di un aumento di capitale sociale in presenza degli elementi costitutivi della fattispecie di esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lett. b), del Regolamento Emittenti"<sup>(264)</sup>.

### 3.2.6 **Acquisto di azioni da parte di altri azionisti dell'emittente**

---

<sup>(263)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/10093539 dell'11 novembre 2010.

<sup>(264)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/10093539 dell'11 novembre 2010.

Dopo aver negato una prima volta l'applicazione dell'esenzione in quanto la stessa avrebbe dovuto accordarsi solo nel caso in cui *"il superamento della soglia rilevante sia determinato direttamente da sottoscrizione di un aumento di capitale finalizzato al salvataggio"* di un emittente in crisi e non attraverso *"l'acquisto di partecipazioni detenute da altri soggetti"*<sup>(265)(266)</sup>, l'autorità di controllo ritornò nuovamente sul punto<sup>(267)</sup> rilevando come *"la ratio dell'esenzione de qua è da rintracciarsi nel fatto che ove l'acquisizione del controllo di una società quotata avvenga tramite sottoscrizione di un aumento di capitale, si realizza la duplice conseguenza per cui: i) i fondi investiti all'azionista che acquisisce il controllo sono volti ad incrementare il patrimonio della società e non quello dei singoli soci che eventualmente cedano la propria partecipazione; ii) si garantisce una piena parità di trattamento tra tutti i soci, che subiscono in maniera eguale l'effetto diluitivo derivante dalla sottoscrizione dell'aumento di capitale da parte del nuovo socio e non beneficiano della possibilità di exit dalla società, rappresentata dall'OPA obbligatoria"*<sup>(268)</sup>. Con riferimento a tale limitazione occorre ritenere che la stessa costituisca il corollario essenziale dell'ipotesi di esenzione oggetto di analisi nonché la fondamentale conseguenza della *ratio* dell'ipotesi di esenzione in oggetto<sup>(269)</sup>. La stessa, infatti, *"sacrificando"* la legittima aspettativa all'*exit* degli azionisti di minoranza in connessione al cambio di controllo risulta giustificata unicamente nel caso in cui l'operazione di salvataggio garantisca *ex ante* l'immissione nell'emittente in crisi delle risorse finanziarie necessarie per determinare il superamento della crisi – non risultando sufficiente il mero ricambio della compagine azionaria ovvero l'illustrazione da parte dell'azionista di controllo subentrante del proposito di rafforzare la dotazione finanziaria / patrimoniale della società *ex post* (i.e. successivamente al completamento della cessione del pacchetto di controllo ed il subingresso di tale nuovo socio di controllo).

---

<sup>(265)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DIS/98092350 dell'1 dicembre 1998.

<sup>(266)</sup> Cfr. sul punto F. CANNELLA, *Commento sub art. 106*, cit., p. 375.

<sup>(267)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/9030808 del 3 aprile 2009.

<sup>(268)</sup> Sul punto si veda anche ASSONIME, *Circolare n. 13/1999*, cit., p. 65.

<sup>(269)</sup> In merito si rinvia al paragrafo 2 di cui al Capitolo I che precede.

### 3.2.7 Esercizio di *warrants*

Precedentemente alla proposizione della interpretazione proposta in Comunicazione Consob n. DEM/7088261 del 3 ottobre 2007 e Comunicazione Consob n. DEM/9030808 del 3 aprile 2009 in tema di aumenti di capitali congiunti<sup>(270)</sup>, l'autorità di controllo ebbe modo di ritenere che (271) - in caso di assegnazione di *warrants* nel contesto dell'esecuzione di un aumento di capitale - "*gli eventuali superamenti di soglia che dovessero determinarsi in virtù delle'esercizio dei warrants*" non sarebbero stati da considerarsi "*coperti*" dall'esenzione originariamente concessa in relazione all'assegnazione di azioni di nuova emissione<sup>(272)</sup>. Tale conclusione fu fondata sulla considerazione del fatto che tali ulteriori superamenti di soglia avrebbero potuto essere considerati esentati solo ove fossero risultati presenti tutti gli elementi previsti dall'Articolo 49, comma 1°, lett. d), del Regolamento Emittenti in

---

<sup>(270)</sup> Si veda a tale proposito il paragrafo 3.2.3 di cui al presente Capitolo II che precede.

<sup>(271)</sup> Si far riferimento alla Comunicazione Consob n. DEM/5007223 del 3 febbraio 2005 relativo alla operazione di ricapitalizzazione e ristrutturazione del debito della società G1M - Generale Industrie Metallurgiche S.p.A., quotata presso l'MTA, e delle società da questa controllate, fra le quali SMI Società Metallurgica Italiana S.p.A., anch'essa quotata presso l'MTA e KME - KM Europa Metal A.G. L'operazione prevedeva che la società quotata Intek S.p.A. sottoscrivesse un aumento di capitale deliberato da Generale Industrie Metallurgiche S.p.A. e ad essa riservato per l'importo di Euro 29,4 milioni, mediante emissione di n. 29,4 milioni di azioni ordinarie al valore nominale di Euro 1,00 ciascuna, nonché emissione di n. 44,1 milioni di *warrants*. In via immediatamente successiva alla sottoscrizione del predetto aumento, Generale Industrie Metallurgiche S.p.A. avrebbe provveduto a deliberare un secondo aumento di capitale senza esclusione del diritto di opzione per l'importo di Euro 123 milioni, mediante emissione di n. 123 milioni di azioni ordinarie al valore nominale di Euro 1,00 ciascuna, nonché emissione di n. 61,5 milioni di *warrants*. Tale aumento avrebbe dovuto essere sottoscritto *pro quota* dalla stessa Intek S.p.A. e dagli aderenti al patto parasociale di blocco sulle azioni di Generale Industrie Metallurgiche S.p.A. (i quali si erano inoltre impegnati - unitamente alla stessa Intek S.p.A. e a Mediobanca S.p.A.) a garantire la sottoscrizione della quota di aumento di competenza del mercato. A seguito del primo aumento di capitale riservato, Intek S.p.A. avrebbe dovuto acquisire singolarmente una partecipazione in Generale Industrie Metallurgiche S.p.A. superiore alla soglia del 30% del capitale con diritto di voto. Inoltre, a seguito del secondo aumento di capitale, in ipotesi di mancata sottoscrizione dell'aumento da parte del mercato: i) la partecipazione singolarmente detenuta da Intek S.p.A. sarebbe risultata incrementata sino al 38,4%; ii) il patto di blocco avrebbe incrementato la propria partecipazione sino al 37,9% del capitale con diritto di voto.

<sup>(272)</sup> In dottrina si veda in proposito D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F, Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, Tomo II, cit., pp. 1079-1080 (spec. nt. 10) e D. FANUELE, *Società quotate in crisi - Esenzione OPA*, cit., p. 192.

materia di esercizio di diritti originariamente spettanti<sup>(273)</sup>. In merito la Consob ha posto l'accento sul fatto che l'esenzione avrebbe "esaurito la sua operatività nel momento in cui si [fosse] verificato il presupposto del superamento della soglia rilevante del 30%, per effetto dell'aumento di capitale e del conseguente ingresso di nuovi azionisti, in correlazione con il piano di ristrutturazione del debito della società in crisi, finalizzato al suo salvataggio". Pertanto, "l'esercizio dei warrant non [costituirebbe] un elemento essenziale ai fini del salvataggio della società, anche tenuto conto del fatto che gli stessi aderenti al patto, originariamente, non avevano assunto alcun impegno in merito all'esercizio dei warrant medesimi"<sup>(274)</sup>. Alla luce di quanto richiamato in merito all'interpretazione della fattispecie relativa ad aumenti di capitali congiunti<sup>(275)</sup> e in merito a quanto precedere in tema di attribuzione/esercizio di *warrants* si rileva come – a giudizio della Consob – due distinti aumenti di capitale possano beneficiare dell'esenzione (laddove eseguiti in un breve lasso temporale) mentre l'esecuzione di una ristrutturazione tramite aumento di capitale e attribuzione di *warrants* benefici dell'esenzione solo con riferimento alla prima operazione.

### 3.2.8 **La nozione di "aumento di capitale" rilevante ai ai fini dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti anteriormente alla Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731**

Alla luce delle posizioni espresse nel corso del tempo da parte dell'autorità di controllo con riferimento ai diversi casi sottoposti alla sua attenzione (e che si è avuto

---

<sup>(273)</sup> Per quanto attiene alla valorizzazione di tale fattispecie di esenzione in connessione alla fattispecie di esenzione oggetto di analisi nel presente lavoro si rinvia al paragrafo 3.2.5 che precede di cui al presente Capitolo II.

<sup>(274)</sup> Nel caso di specie, ove si volesse ricorrere alla medesima norma di esenzione occorrerebbe riconsiderare i presupposti per l'applicabilità dell'art. 49, comma 1, lett. b) del regolamento (ovvero un nuovo piano di ristrutturazione del debito a fronte del nuovo stato di crisi, comunicato alla Consob e al mercato) in modo da giustificare l'esercizio anticipato dei *warrant* e quindi il superamento della soglia rilevante per effetto di detto esercizio. In altri termini, l'esercizio anticipato dei *warrant* e i relativi impegni di sottoscrizione, rappresentano una nuova operazione finalizzata al salvataggio della società, in relazione alla quale non può essere estesa la precedente esenzione.

<sup>(275)</sup> Si veda quanto richiamato al precedente paragrafo 3.2.3 di cui al presente Capitolo II.

modo di richiamare nei paragrafi che precedono), si rileva come appare di poter affermare come la Consob abbia adottato un approccio per certi versi "flessibile" con riguardo alla nozione di aumento di capitale. Si potrebbe dire, alternativamente, che la stessa abbia fatto propria una nozione "sostanzialistica" di tale condizione di applicazione mantenendo in ogni caso fermi tre requisiti imprescindibili: (a) il rispetto sostanziale delle procedure dettate dalla disciplina codicistica in materia di aumenti di capitale<sup>(276)</sup>; (b) la necessità che le risorse finanziarie (inteso in senso lato) rivenienti dall'aumento di capitale siano destinate esclusivamente in favore dell'emittente in crisi<sup>(277)</sup>; e (c) il rispetto di una piena parità di trattamento tra tutti i soci che, in maniera eguale, subiscono l'effetto diluitivo derivante dalla sottoscrizione dell'aumento di capitale da parte del nuovo socio e non beneficiano della possibilità di *exit* dalla società<sup>(278)</sup>.

### 3.3 (SEGUE). (C) LA PRESENZA DI UN PIANO DI RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO COMUNICATO ALLA CONSOB ED AL MERCATO

Come in precedenza ricordato<sup>(279)</sup> – ai sensi del previgente Articolo 49, comma 1°, lett. b), Reg. Emittenti – l'esenzione accordata in caso di salvataggio di un emittente in crisi avrebbe trovato applicazione esclusivamente nei limiti in cui lo stesso salvataggio fosse avvenuto *"in presenza di un piano di ristrutturazione del*

---

<sup>(276)</sup> E, ciò, anche laddove l'operazione di ricapitalizzazione sia strutturata con due distinti aumenti di capitale teleologicamente connessi tra loro.

<sup>(277)</sup> In tal senso, come si è visto, è stata ritenuta esentabile una operazione strutturata sulla base di un aumento di capitale da liberarsi in natura.

<sup>(278)</sup> In tal senso, come si è avuto modo di richiamare, è stata ritenuta esentabile (i) una operazione strutturata con molteplici aumenti di capitale anziché tramite un singolo aumento di capitale (come la norma sembrerebbe richiedere), ovvero tramite una combinazione di un aumento di capitale con emissione di un *bond* convertibile, nonché (ii) un'operazione fondata sull'emissione di azioni di categoria (e, ciò, sul presupposto che in ognuno di tali casi sarebbe stato rispettato il principio di parità di trattamento tra gli azionisti dell'emittente); in senso opposto non è stata ritenuta accettabile una operazione fondata sulla cessione del pacchetto di controllo da parte dell'azionista di maggioranza ovvero sull'emissione di *warrants*.

<sup>(279)</sup> Si veda quanto precedentemente anticipato al paragrafo 3 che precede di cui al presente Capitolo II.

*debito*<sup>(280)</sup>. In merito si deve preliminarmente evidenziare come il significato dell'espressione "*ristrutturazione del debito*" non risulti univoco. Si tratta – com'è evidente – di una nozione propria delle scienze aziendalistiche, cui potrebbe attribuirsi preliminarmente, al fine di identificare questo specifico presupposto applicativo con maggiore precisione, il significato di "*riduzione concordata in via stragiudiziale dell'esposizione debitoria con i creditori*". Tuttavia, discostandosi da un'interpretazione restrittiva – proposta nella letteratura giuridica anche da parte di autorevole dottrina<sup>(281)</sup> – la Consob ha ritenuto di volta in volta sussistente il requisito di cui in oggetto in connessione all'esistenza di una serie di circostanze tra loro eterogenee, ivi incluse ipotesi non necessariamente comportanti interventi radicali con riguardo all'indebitamento dell'emittente (e.g. quale uno stralcio dei debiti)<sup>(282)</sup>, bensì anche solo (i) modifiche dei termini applicabili al credito esistente (e.g. tramite la modifica (in senso peggiorativo per i creditori) delle scadenze di rimborso originariamente convenute ovvero del saggio di interessi originariamente applicabile)<sup>(283)</sup>, e/o (ii) delle condizioni applicate a nuove linee di credito messe a disposizione nell'ambito di una ristrutturazione finanziaria<sup>(284)(285)(286)</sup>.

---

<sup>(280)</sup> Cfr., *ex pluribus*, D. FANUELE, *Società quotate in crisi – Esenzione OPA*, cit., p. 189, L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002, p. 193 e F. CANNELLA, *Commento sub art. 106*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, cit., p. 374.

<sup>(281)</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, cit., pp. 176-177 secondo cui all'espressione "*ristrutturazione del debito*" risulterebbe preferibile attribuire il significato non di "*programma di riduzione del debito concordata stragiudizialmente con i creditori*" bensì quello (di portata più limitata) di "*progetto di diminuzione dell'esposizione debitoria, che contempra necessariamente il consolidamento, anche parziale, del debito nei confronti di chi opera il salvataggio*". Accedendo a questa interpretazione, si imporrebbero maggiori costi sul soggetto che soccorre la società, evitando che questi, con un ridotto esborso, si assicurino i profitti futuri che deriverebbero qualora il piano sortisse esito positivo.

<sup>(282)</sup> Come si metterà in evidenza nel successivo paragrafo 3.3.1 di cui al presente Capitolo II.

<sup>(283)</sup> Cfr., *ex pluribus*, Comunicazione Consob n. DEM/10071578 del 19 agosto 2010.

<sup>(284)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/7088261 del 3 ottobre 2007 e Comunicazione Consob n. DEM/5007223 del 3 febbraio 2005.

<sup>(285)</sup> In linea con questa interpretazione si veda in dottrina D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F. Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., pp. 1081-1082, nt. 31. e D. FANUELE, *Società quotate in crisi – Esenzione OPA*, cit., p. 190.

### 3.3.1 I piani di ristrutturazione del debito implementati tramite la sottoscrizione di accordi finalizzati alla ristrutturazione dell'esposizione debitoria

Come testimoniato dalla prassi applicativa relativa all'ipotesi di esenzione connessa ad operazioni di salvataggio di società in crisi<sup>(287)</sup>, la Consob – sino alla entrata in vigore della riforma della Legge Fallimentare<sup>(288)</sup> che ha introdotto specifici strumenti di composizione negoziale delle crisi d'impresa nel nostro ordinamento<sup>(289)</sup> – ha riscontrato la sussistenza di un piano di ristrutturazione<sup>(290)</sup> in relazione a tutti quegli accordi privatistici che – latamente intesi – fossero stati finalizzati ad implementare una ristrutturazione finanziaria e, pertanto, risultassero tesi a porre in

---

<sup>(286)</sup> Sul punto appare ragionevole ritenere che una interpretazione estensiva di tale presupposto applicativo costituisca l'opzione ermeneutica maggiormente rispondente alla *ratio* dell'esenzione (sul punto si rinvia a quanto richiamato al paragrafo 3 di cui al Capitolo I che precede); difatti – rilevato come la stessa si fondi sull'esistenza di una crisi d'impresa e sulla correlata esigenza (i) di porre in secondo piano la tutela spettante all'azionista di minoranza di fronte ad un cambio del controllo, e (ii) di tutelare l'interesse sovraordinato rappresentato dalla necessità di perseguire il risanamento dell'emittente (e, ciò, anche a beneficio di tutti gli *stakeholders* della stessa) – appare sufficiente, ai fini di limitare in modo adeguato il perimetro di applicazione dell'esenzione (e, pertanto, evitare l'utilizzo fraudolento della medesima), scrutinare con attenzione la sussistenza di una crisi (ed ancorare tale valutazione a indici oggettivi e definiti) piuttosto che operare una interpretazione restrittiva dell'ulteriore requisito rappresentato dalla esistenza di un piano di ristrutturazione. Lo stesso, infatti, appare essere lo "*strumento*" per il tramite del quale le parti prefigurano di operare il risanamento della società piuttosto che il vero indice circa la sussistenza dello stato di crisi e – pertanto – dell'opportunità, in termini di comparazione di interessi in causa, del riconoscimento all'azionista di controllo subentrante di una esenzione dell'obbligo di offerta pubblica.

<sup>(287)</sup> Ci si riferisce, in particolare, alla prassi interpretativa proposta da parte della Consob nelle proprie Comunicazioni dalla data di entrata in vigore del Testo Unico della Finanza alla entrata in vigore della riforma della Legge Fallimentare del 2009.

<sup>(288)</sup> Processo di riforma che ha avuto inizio con l'emanazione del d.l. 14 marzo 2005, n. 35, successivamente convertito in legge n. 80/2005 (da ultimo culminato con il c.d. "*decreto correttivo*" d.lgs. n. 169 del 12 settembre 2007).

<sup>(289)</sup> Ci si riferisce ai piani di risanamento ed agli accordi di ristrutturazione dei debiti disciplinati, rispettivamente, dagli Artt. 67, comma 3°, lett. d) e 182-*bis* della Legge Fallimentare. Dal momento di introduzione di tale strumenti la Consob considerò rilevanti ai fini del requisito in oggetto non solo gli accordi privatistici non espressamente previsti dalla legge bensì anche le fattispecie di cui agli articoli della Legge Fallimentare richiamati.

<sup>(290)</sup> Requisito idoneo a soddisfare una delle condizioni applicative necessarie ai fini della concessione dell'esenzione in oggetto.

essere dei vincoli tra gli *stakeholders* (attuali o futuri) della società<sup>(291)</sup> volti ad assicurare all'impresa un rapporto tra capitale e indebitamento adeguato<sup>(292)</sup> nonché garantire l'implementazione di un piano industriale volto ad assicurare il ritorno ad una gestione profittevole dell'impresa<sup>(293)</sup>.

Tra gli accordi che sono stati ritenuti idonei al fine di soddisfare il requisito regolamentare di cui alla previgente disposizione dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti, figurano accordi disciplinanti le operazioni che più comunemente caratterizzano una ristrutturazione finanziaria<sup>(294)</sup>.

In merito, una prima categoria di accordi giudicata idonea è rappresentata da tutti quegli accordi disciplinanti una ridefinizione dei termini di pagamento<sup>(295)</sup>.

Con riferimento al c.d. caso GIM<sup>(296)</sup>, l'autorità di controllo ha giudicato formalmente soddisfatto il requisito in oggetto in quanto l'accordo dalla stessa analizzato, "*pur non comportando stralci*"<sup>(297)</sup> da parte del ceto bancario, avrebbe determinato "*uno strutturale mutamento dei termini (con significativo allungamento degli*

---

<sup>(291)</sup> Principalmente i finanziatori *senior* (tutelati di garanzie reali e personali del credito nonché da clausole contrattuali volte ad assicurare un rimborso prioritario rispetto ad altri creditori – non *senior* – della società) e gli azionisti della società.

<sup>(292)</sup> Idonei, pertanto, *inter alia*, ad assicurare il soddisfacimento delle obbligazioni verso i principali creditori nonché dei fornitori e dell'Erario.

<sup>(293)</sup> Per una descrizione esauriente della definizione di ristrutturazione finanziaria si veda M. MASCIOCCHI, *Il Turnaround management – Come recuperare e rilanciare le aziende*, Il Sole 24 Ore, Milano 2007, p. 187.

<sup>(294)</sup> Tra le quali operazioni figurano: (i) il riscadenziamento dei debiti, (ii) lo stralcio di parte dei debiti, (iii) la riduzione dei tassi di interesse applicabili, e (iv) la ricapitalizzazione della società tramite conversione di crediti in capitale; per una ricognizione di tali operazioni si veda M. MASCIOCCHI, *Il Turnaround management – Come recuperare e rilanciare le aziende*, cit., p. 204 ss.

<sup>(295)</sup> In tale categoria di accordi ricadono tutte quelle pattuizioni disciplinanti un riscadenziamento delle date di rimborso del credito (e, pertanto, il riscadenziamento del piano di ammortamento precedentemente concordato ovvero la dilazione della data di rimborso finale (in caso di rimborso integrale del debito a scadenza) – ovvero, in caso di più linee di finanziamento con termini di rimborso eterogenei, entrambe le operazioni).

<sup>(296)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/5007223 del 3 febbraio 2005.

<sup>(297)</sup> Operazione che più propriamente identifica i c.d. accordi di ristrutturazione del debito (in tale senso si vada la richiamata interpretazione restrittiva dell'articolo 49, comma 1°, lett. b) proposta da P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, cit., pp. 176-177).

stessi) e delle condizioni di remunerazione<sup>(298)</sup>.

L'accordo fu complessivamente giudicato meritevole in quanto la Consob ritenne che *"il margine negoziato nell'accordo con le banche sarebbe [stato] giustificabile esclusivamente secondo una logica di ristrutturazione: gli istituti di credito [rinunciarono] cioè alla normale remunerazione del rischio assunto al solo scopo di proteggere posizioni di credito in essere"*<sup>(299)</sup>.

L'interpretazione precedentemente proposta fu successivamente confermata in Comunicazione Consob DEM/7088261 del 3 ottobre 2007<sup>(300)</sup>; in tale Comunicazione, l'autorità di controllo confermò come il concorso di misure quali il *"differimento delle scadenze dei prestiti concessi, della riduzione dei tassi di interesse sia sulle somme già impiegate sia su quelle da erogare e della concessione di nuovi importi a titolo di finanziamento"* dovesse essere giudicato quale *"uno dei "modelli" in cui si estrinseca il piano di ristrutturazione del debito richiesto dall'art. 49 del Regolamento Emittenti"*<sup>(301)</sup>.

Una seconda categoria di accordi in relazione alla quale la Consob ha

---

<sup>(298)</sup> Tali condizioni sarebbero, pertanto, risultate più convenienti rispetto alle condizioni di mercato applicabili; la Consob sul punto ricorda nella propria Comunicazione come *"le condizioni di ristrutturazione ottenute (relativamente, in particolare, al debito esistente) [apparivano essere] assai diverse da quelle inizialmente richieste dagli istituti di credito"*. La valutazione positiva del piano dipese, nella fattispecie, anche dalla constatazione del fatto che – alle nuove linee di credito da mettersi a disposizione da parte delle banche coinvolte – sarebbero stati applicati *"tassi di interesse inferiori a quelli normalmente richiesti a società con analogo stato di crisi finanziaria"* e tale circostanza veniva ritenuta idonea a testimoniare un *"intento di ristrutturare in via agevolata il credito"*.

<sup>(299)</sup> Con riferimento al caso in oggetto fu pertanto dato rilievo preminente al fatto che – a giudizio dell'autorità di controllo – i creditori della società offrirono una prova concreta del loro intento di accompagnare la società nel proprio *turnaround* rinunciando ad una parte della remunerazione che il mercato avrebbe riconosciuto per la messa a disposizione della provvista finanziaria (sia con riferimento alla debito pregresso che alla *"nuova finanza"*) e, ciò, (i) sia – nell'interesse immediato della società – al fine di rendere il debito complessivamente più sostenibile, (ii) sia – nell'interesse mediato dei creditori – al fine di tutelare le proprie ragioni di credito (assicurando la sopravvivenza della società e, pertanto, la ragionevole aspettativa di veder rimborsato il debito assunto dalla stessa).

<sup>(300)</sup> Comunicazione che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 827 ss.

<sup>(301)</sup> Le medesime considerazioni furono proposte nuovamente in Comunicazione Consob n. DEM/9030808 del 3 aprile 2009 (c.d. caso Aedes) rimarcando, in tale circostanza, come tali interventi risultassero finalizzati a *"rendere l'esposizione debitoria della società sostenibile e compatibile con la continuità aziendale"*.

confermato di ritenere soddisfatto il requisito di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti<sup>(302)</sup>, è rappresentato da tutte le pattuizioni nelle quali sia stata concordato una conversione (parziale o integrale) in capitale di crediti<sup>(303)(304)</sup>.

Una terza ed ultima categoria è rappresentata da quei piani di ristrutturazione nei quali sia concordato – secondo diverse modalità – lo stralcio parziale di un debito. Con riferimento a tale fattispecie si veda Comunicazione Consob n. DEM/7112569 del 28 dicembre 2007<sup>(305)</sup> concernente un piano di ristrutturazione del debito<sup>(306)</sup> ai sensi del quale la ristrutturazione avrebbe dovuto essere attuata mediate, *inter alia*, (i) l'acquisto (ad un valore inferiore rispetto al valore nominale del

---

<sup>(302)</sup> Si vedano in proposito: (i) la Comunicazione Consob n. DIS/45526 dell'8 giugno 2000 relativa ad una operazione di ristrutturazione del debito in relazione alla quale gli accordi sottoscritti tra le banche e la società avevano previsto la facoltà (da parte delle prime) a "*conferire crediti chirografari in sottoscrizione di aumento di capitale*" (della seconda); (ii) la Comunicazione Consob n. DEM/9029395 dell'1 aprile 2009 (relativa al c.d. caso Arena Agroindustrie Alimentari) concernente una operazione in relazione alla quale fu previsto che il finanziatore maggiormente esposto nei confronti della società (*i.e.* J.P. Morgan) sottoscrivesse un aumento di capitale interamente riservato – *ex* Articolo 2441, comma 6°, del Codice Civile – a tale finanziatore, mediante compensazione di una porzione del proprio credito messo a disposizione della società in forza di una precedente emissione obbligazionaria; e (iii) la Comunicazione Consob n. DEM/9061762 del 3 luglio 2009 relativa ad una ulteriore fattispecie in relazione alla quale le banche finanziatrici avevano assunto impegni "*volti alla conversione dei crediti in capitale sociale*".

<sup>(303)</sup> Si fa riferimento ai casi in cui tale conversione avviene tramite una compensazione tra il credito dei soggetti finanziatori della società in crisi (riveniente dai contratti di finanziamento precedentemente sottoscritti) e il debito che tali soggetti vengono ad assumere nei confronti della società in ragione della sottoscrizione dell'aumento di capitale (tipicamente agli stessi riservato) e della conseguente necessità di procedere al versamento in favore della società per l'emissione/liberazione delle azioni ovvero strumenti finanziari partecipativi assegnati agli stessi. Sulla legittimità della conversione (non pacifica in giurisprudenza) si veda in dottrina A. DENTAMARO, *Aumenti di capitale e compensazione*, in *Riv. soc.*, 1997, p. 1027 ss., V. SALAFIA, *Aumenti del capitale e conferimento di crediti*, in *Società*, 1988, p. 225 ss., F. DI SABATO, *Sulla estinzione per compensazione del debito di conferimento*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 931 ss., C. GRIPPA, *Legittimità della compensazione in sede di aumento di capitale sociale: difficoltà di inquadramento del fenomeno*, in *Giur. comm.*, 1998, II, p. 505 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Attuazione e inadempimento dell'obbligazione di conferire in denaro*, in *Trattato Colombo – Portale*, 1\*\*, Capitale – Euro e Azioni – Conferimenti in denaro, Torino, 2004, p. 423 ss.

<sup>(304)</sup> Per una ricognizione di una fattispecie di questa natura si veda il c.d. caso Gabetti Property Solutions di cui alla Comunicazione Consob n. DEM/10093539 dell'11 novembre 2010 descritto al paragrafo 3.2.5.

<sup>(305)</sup> Comunicazione che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 835 ss.

<sup>(306)</sup> Giudicato, da parte della Consob, quale piano di ristrutturazione riconducibile alla nozione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti.

credito<sup>(307)</sup>) da parte di una società terza di crediti detenuti dal ceto bancario nei confronti della società in crisi, e (ii) il pagamento di un debito in una unica soluzione a saldo e stralcio parziale<sup>(308)</sup> dell'ammontare nominale dello stesso<sup>(309)</sup>).

### 3.3.2 Il caso Investimenti e Sviluppo di cui alla Comunicazione Consob n. DEM/10071578 del 19 agosto 2010<sup>(310)</sup>: la valorizzazione di piani di ristrutturazione aventi una componente prevalentemente "industriale"

La prassi interpretativa della Consob condusse – in particolare con riferimento agli anni immediatamente precedenti la riforma del Reg. Emittenti determinata dall'adozione della Delibera Consob datata 5 aprile 2011, n. 17731<sup>(311)</sup> – ad una "rilevante espansione" della nozione di "piano di ristrutturazione" di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti. In particolare, la Consob – con il proprio provvedimento n. DEM/10071578 del 19 agosto 2010 emesso in relazione al c.d. caso Investimenti e Sviluppo<sup>(312)</sup> – ha confermato come "il piano presentato, che [vedeva] come parte essenziale l'operazione di aumento di capitale, [poteva] iscriversi in una

---

<sup>(307)</sup> Con conseguente stralcio per la differenza tra valore nominale del credito e valore del credito post cessione da parte della società terza.

<sup>(308)</sup> Che, con riferimento al caso in oggetto, risultò pari al 30% del valore nominale del credito.

<sup>(309)</sup> In merito ai piani di ristrutturazione dei debiti che prevedano tali tipi di operazioni (*i.e.* lo stralcio del credito da parte dei creditori (sia fornitori che istituti finanziari) della società in crisi) occorre ritenere che – sebbene la Consob non si fosse formalmente espressa su una tale fattispecie – anche accordi che avessero previsto uno stralcio *tout court* del credito bancario sarebbero stati riconducibili – *a fortiori* – nella fattispecie delineata dall'Articolo 49, comma 1°, lett. b), Reg. Emittenti.

<sup>(310)</sup> Comunicazione che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 885 ss.

<sup>(311)</sup> Le prime tracce della tendenza ad interpretare espansivamente la nozione di piano di ristrutturazione si rinvencono in Comunicazione Consob n. DEM/7088261 del 3 ottobre 2007 laddove l'autorità di controllo giudicò soddisfatto il requisito della necessità di un piano di ristrutturazione in quanto, nella fattispecie, "il risanamento della Società [sarebbe stato] condotto sia attraverso un intervento di tipo industriale, che costituisce il fulcro dell'attività di risanamento, sia attraverso un intervento di tipo finanziario, che si sostanzia nella ristrutturazione del debito di [...società B...]".

<sup>(312)</sup> Per quanto attiene alla parte finanziaria, il piano prevedeva esclusivamente una serie di dilazioni di pagamento laddove – per quanto attiene alla parte industriale – era stata prevista l'implementazione di una serie di aumenti di capitale volti a consentire l'ingresso di nuovi soci (tra cui un nuovo socio di maggioranza).

accezione ampia di ristrutturazione del debito che guardi non solo alle modifiche in senso migliorativo delle condizioni di debito, ma anche più in generale al riequilibrio patrimoniale e finanziario della società quotata ovvero alla propria capacità di sostenere gli oneri finanziari a fronte della ridotta capacità di generare profitti"<sup>(313)</sup>. In tal modo la Consob ha confermato espressamente il proprio orientamento secondo cui – ai fini di ritenere un'operazione di salvataggio esente ai fini o.p.a.<sup>(314)</sup> – la ristrutturazione da implementarsi ai sensi del relativo piano di ristrutturazione avrebbe potuto attuarsi, *inter alia*, prevalentemente (se non esclusivamente) tramite operazioni societarie e/o industriali<sup>(315)</sup> senza che la presenza di una "componente finanziaria"<sup>(316)</sup> della ristrutturazione avesse assunto carattere dirimente a tal fine<sup>(317)</sup>. Con la proposizione di tale orientamento, la Consob giunse a valorizzare una nozione di "piano di ristrutturazione" (e, più in generale, di ristrutturazione) caratterizzata da una forte "componente patrimoniale" (da attuarsi prevalentemente tramite operazioni sul capitale della società) fermo restando, in ogni caso, l'importanza (*rectius*, la necessità) della "componente finanziaria" dello stesso (da attuarsi tramite "interventi sull'indebitamento

---

<sup>(313)</sup> Si veda Comunicazione Consob n. DEM/10071578 del 19 agosto 2010 che si legge in che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 885 ss. (spec. pp. 890-891).

<sup>(314)</sup> Più correttamente, di ritenere un piano di ristrutturazione idoneo ai fini della normativa regolamentare.

<sup>(315)</sup> Quali, a titolo esemplificativo, l'attuazione di uno o più aumenti di capitale volti a consentire un ricambio della compagine azionaria (*rectius*, dell'azionista di controllo) e – prevalentemente – a riequilibrare la situazione patrimoniale/finanziaria tramite l'immissione nella società di nuovi mezzi propri da parte dei subentrati azionisti.

<sup>(316)</sup> Nel caso di specie, il quesito formale proposto all'attenzione dell'autorità di controllo da parte dei legali della società coinvolta nella ristrutturazione faceva espressamente menzione del fatto che "in considerazione della struttura dell'indebitamento finanziario netto dell'Emittente (prevalenza dell'indebitamento a breve rispetto a quello a medio-lungo termine) e tenuto conto della prospettiva che in esito all'esecuzione Operazione [di aumento del capitale sociale, n.d.r.] [potesse] ravvisarsi la capacità dell'Emittente di rispettare gli impegni a breve con le risorse correnti della stessa" e, ciò, (i) sebbene le trattative con i creditori della società fossero tese a concordare "una dilazione delle scadenze [...] in modo da ridurre – in attesa dell'esecuzione dell'Operazione – la situazione di tensione finanziaria dell'Emittente e contribuire al risanamento economico" della società, e (ii) l'accordo di ristrutturazione non avrebbe previsto, in ogni caso, "stralci di posizioni e modifica delle condizioni economiche sottostati ai contratti di finanziamento".

<sup>(317)</sup> In senso conforme a tale ricostruzione si veda D. FANUELE, *Società quotate in crisi – Esenzione OPA*, cit., p. 190.

della società" tra cui, *inter alia*, stralci (totali o parziali) di crediti, dilazioni di pagamento<sup>(318)</sup>, modifica dei termini e delle condizioni applicabili all'indebitamento<sup>(319)</sup> che – sebbene possa anche degradare a "*parte ancillare*" della ristrutturazione (e, pertanto, essere strutturata in funzione dell'attuazione della prima componente tesa al miglioramento delle condizioni patrimoniali dell'emittente ed ad assicurare – *medio tempore* – la continuità aziendale dello stesso) non potrà risultare assente<sup>(320)</sup>.

### 3.3.3 Il caso Ominia Network di cui alla Comunicazioni Consob n. 100733783 dell'1 settembre 2010 e del 28 settembre 2010: l'irrelevanza delle "*aspettative di intervento sul debito*" ai fini del soddisfacimento del requisito

Sebbene, come illustrato nel paragrafo che precede, la Consob avesse progressivamente esteso la nozione di "*piano di ristrutturazione*" (e per tal via, simmetricamente, il perimetro di applicazione dell'esenzione relativa a operazioni di salvataggio di società in crisi)<sup>(321)</sup> la stessa – in due distinte occasioni<sup>(322)</sup> – non giunse

---

<sup>(318)</sup> Le operazioni di ristrutturazione finanziaria di un emittente quotato prevedono, tra le altre azioni volte al ripristino dell'equilibrio finanziario della società, il riscadenziamento del debito in forme più o meno articolate; in particolare, potrà essere prevista la semplice dilazione di pagamento (tramite (i) la modifica del piano di ammortamento – e le relative scadenze – inizialmente concordato con riferimento ad alcune linee di finanziamento, e/o (ii) con riferimento a linee da rimborsarsi a scadenza (c.d. rimborso "*bullet*") la dilazione della data di rimborso finale) ovvero la modifica sostanziale della disciplina del rimborso (e.g. con la previsione di un pagamento integrale "*bullet*" (sia in linea capitale che per interesse – interessi c.d. "*PIK*") anziché tramite rate periodiche).

<sup>(319)</sup> Con riferimento a tale categoria di variazioni si possono richiamare a titolo esemplificativo: (i) variazioni in merito alla disciplina dei rimborsi parziali obbligatori (e.g. prevedendo che determinate risorse finanziarie siano destinate al fabbisogno finanziario della società piuttosto che al rimborso anticipato del debito); (ii) variazioni in merito agli obblighi/impegni contrattuali (e.g. la previsione di livelli dei *covenant* finanziari meno "*stringenti*"; la previsione di obblighi contrattuali che consentano una più ampia flessibilità alla società in merito ad esempio indebitamento finanziario aggiuntivo consentito / *disposals* consentiti).

<sup>(320)</sup> Si veda il successivo pronunciamento relativo al caso c.d. Omnia Network di cui alla Comunicazione Consob n. DEM/100733783 dell'1 settembre 2010 e del 28 settembre 2010 di cui al paragrafo 3.3.3 che segue.

<sup>(321)</sup> In merito all'opportunità di tale operazione ermeneutica si rinvia a quanto riportato in nt. 283.

mai a declassare tale requisito applicativo a pleonastica reiterazione dell'ulteriore requisito di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti rappresentato dall'esecuzione di un aumento di capitale. In altre parole, sebbene – in conformità all'orientamento espresso in Comunicazione Consob DEM/10071578 del 19 agosto 2010 – un piano di ristrutturazione avrebbe potuto concretamente declinarsi tramite, principalmente (se non quasi esclusivamente), l'esecuzione di un aumento di capitale idoneo a determinare un cambio del controllo, ai fini di beneficiare dell'esenzione sarebbe in ogni caso risultata necessaria la formalizzazione di un piano di ristrutturazione che avesse, *inter alia*, previsto (i) l'esecuzione di uno o più aumenti di capitale idonei consentire il cambio dell'azionista di controllo, e (ii) delle pattuizioni con i creditori idonee a (a) determinare un miglioramento delle condizioni finanziarie e patrimoniali della società, (b) rendere l'indebitamento della stessa sostenibile nel medio/lungo periodo, e (c) rendere l'aspettativa di un esito positivo del *turnaround* e del rinnovamento della compagine azionaria ragionevole.

A tal proposito, la Consob – ai fini di confermare formalmente l'ineludibilità circa la sussistenza di tale requisito affinché l'esenzione potesse trovare applicazione – ribadì in modo non equivoco, in una prima occasione, come "*la finalizzazione dell'accordo [di ristrutturazione, n.d.r.] delle parti interessate*" dovesse essere intesa quale "*condizione imprescindibile ai fini dell'esenzione di cui trattasi*"<sup>(323)</sup>.

Successivamente, in relazione ad una seconda fattispecie sottoposta alla propria attenzione<sup>(324)</sup>, l'autorità di controllo rivisitò in minima parte tale orientamento giungendo ad affermare che un piano di ristrutturazione "*delineato nelle sue linee essenziali, pur mancando [...] della completa formalizzazione*" per ciò che attiene

---

<sup>(322)</sup> Si veda, in particolare, (i) Comunicazione Consob n. DEM/5007223 del 3 febbraio 2005 (che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 821 ss.), e (ii) Comunicazione Consob n. DEM/10073783 del 1 settembre 2010 e del 28 settembre 2010 (che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 892 ss.).

<sup>(323)</sup> Così Comunicazione Consob n. DEM/5007223 del 3 febbraio 2005.

<sup>(324)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/7112569 del 28 dicembre 2007.

ad una specifica posizione debitoria<sup>(325)</sup>, sarebbe risultato "in astratto idoneo a configurare una ristrutturazione globale dell'indebitamento in essere [...] e quindi potenzialmente compatibile con quanto richiesto sul punto dall'art. 49, comma 1 lett. b) del Regolamento Emittenti"<sup>(326)</sup>.

Il tema è stato da ultimo affrontato in relazione al caso Omnia Network<sup>(327)</sup> concernente la ristrutturazione finanziaria dell'omonima società<sup>(328)</sup>. In merito, a giudizio della società che aveva acquisito il controllo per effetto di un'operazione di ricapitalizzazione non avrebbe dovuto configurarsi un obbligo di offerta pubblica in quanto - tale operazione - risultava diretta al salvataggio di una società in crisi ai sensi dell'Articolo 106, comma 5°, lett. a), del Testo Unico della Finanza nonché dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Regolamento Emittenti<sup>(329)</sup> e, pertanto, non

---

<sup>(325)</sup> Nel caso di specie, l'indebitamento della società risultava composto da tre voci di debito (i) fornitori, (ii) erario e (iii) sistema bancario; mentre - al momento della proposizione del quesito alla Consob in merito alla applicabilità dell'esenzione - la rinegoziazione della posizione debitoria con, rispettivamente, i fornitori e il sistema bancario risultava parzialmente definita, la posizione con l'erario non era stata concordata nei dettagli.

<sup>(326)</sup> Appare ragionevole ritenere che la Consob giunse alla conclusione di ritenere applicabile l'esenzione sulla scorta di una valutazione quantitativa in virtù della quale arrivò a ritenere preponderante l'indebitamento rispetto al quale un accordo di ristrutturazione era stato formalizzato e, pertanto, fornire il proprio "consenso" all'operazione (*rectius*, confermare l'applicabilità dell'esenzione alla stessa) nonostante la ristrutturazione finanziaria risultasse formalmente non definita in relazione all'indebitamento della società nel suo complesso.

<sup>(327)</sup> Si veda in merito Comunicazione Consob n. DEM/10073783 dell'1 settembre 2010 e del 28 settembre 2010 nonché la delibera n. 17493 del 28 settembre 2010.

<sup>(328)</sup> In data 16 giugno 2010 la società Omnia Network deliberò un aumento di capitale per Euro 17.500.000 riservato in favore di un nuovo investitore; a tale delibera è stato dato seguito con l'esecuzione dell'aumento di capitale in data 13 agosto 2010 attraverso il conferimento da parte del nuovo investitore (*i.e.* la società denominata Società Italiana di Partecipazioni e Investimenti - SIPI) della società Ciuno S.r.l. Per effetto della sottoscrizione la SIPI divenne titolare di una quota del capitale prossima al 79,4% e, solo successivamente alla realizzazione del cambio di controllo, propose alla Consob un quesito in merito alla applicabilità dell'esenzione da o.p.a.

<sup>(329)</sup> La richiesta formulata dal nuovo azionista di controllo si fondava sulla constatazione circa l'esistenza dello stato di crisi della società Omnia Network nonché dell'intervenuto cambio di controllo per effetto di un aumento di capitale riservato varato da parte di Omnia Network. Quanto al requisito dell'esistenza di un piano di ristrutturazione, lo stesso sarebbe risultato riscontrato in quanto (i) il consiglio di amministrazione della società Omnia Network aveva approvato un piano di ristrutturazione relativo all'indebitamento della società in forza del quale era stata definita una modalità di ridefinizione delle singole posizioni creditorie (per classi), piano volto "a creare le condizioni di riequilibrio finanziario ed il rafforzamento patrimoniale della società necessari a garantire il recupero dell'economicità dell'impresa

idonea a determinare il consolidamento di un obbligo di o.p.a. successiva *ex* Articolo 106, comma 1°, del Testo Unico della Finanza.

Con la Comunicazione Consob n. DEM/10073783 dell'1 settembre 2010, l'autorità di controllo – prendendo posizione in merito al caso sopra richiamato – rendeva noto di non ritenere applicabile l'esenzione relativa al "*salvataggio di società in crisi*" per mancanza di uno dei presupposti applicativi – *i.e.* l'esistenza di un piano di ristrutturazione dei debiti. Tale posizione venne motivata da parte dell'autorità sulla base del fatto che – al momento della proposizione del quesito: (i) non risultava definito né sottoscritto un piano di ristrutturazione ovvero un accordo di moratoria con i creditori della società<sup>(330)</sup>; (ii) il piano di ristrutturazione (che era stato approvato da parte del consiglio di amministrazione della società) era stato illustrato alle banche finanziatrici<sup>(331)</sup> solo in relazione ai "*termini di massima dell'accordo di ristrutturazione*"<sup>(332)</sup>; (iii) il piano di ristrutturazione, prevedeva il rimborso dei crediti bancari sulla base (a) dei flussi di cassa rivenienti dall'incasso di un credito in relazione al quale i revisori non aveva potuto esprimere un giudizio per mancanza di elementi valutativi adeguati, e (b) dallo sviluppo di una nuova linea di business non definita quanto alle modalità di implementazione; e (iv) il nuovo azionista di

---

*e la sua capacità di far fronte alle proprie obbligazioni*"; (ii) alla data della proposizione del quesito alla Consob, Omnia Network aveva provveduto a rappresentare alle proprie banche finanziatrici "*i termini di massima di un accordo di ristrutturazione*" invitando le stesse ad esprimersi in relazione alla concessione di una moratoria entro un determinato termine; (iii) sarebbe stato approvato un nuovo piano industriale (rivisitato in considerazione dell'ingresso di un nuovo azionista di controllo).

<sup>(330)</sup> La Consob sul punto rimarcò come la società fosse impegnata "*in una fase del tutto preliminare delle trattative necessarie ad ottenere l'assenso dei creditori*" rispetto al piano di ristrutturazione proposto. Le evidenze rendevano evidente come il ceto bancario avesse esclusivamente acconsentito – in via non vincolante – ad astenersi da eventuali azioni anche legali volte alla tutela delle proprie ragioni di credito fino ad un determinato termine.

<sup>(331)</sup> La riunione nel corso della quale tale presentazione fu svolta fu giudicata avere un "*carattere meramente interlocutorio*" tale da "*non comportare significativi progressi nella conclusione della trattativa con le banche né, tanto meno, nella definizione degli accordi diretti a soddisfare le ragioni di credito di quest'ultime*".

<sup>(332)</sup> Le evidenze fornite, infatti, mostravano come fossero in corso esclusivamente delle trattative con le banche finanziatrici che non erano approdate – alla data di proposizione del quesito – neanche alla definizione di un *term sheet* dell'operazione.

controllo non disponeva di un piano industriale<sup>(333)</sup> (piano che sarebbe stato elaborato/adottato solo successivamente).

Sulla base degli elementi richiamati, la Consob negò l'applicabilità dell'esenzione constatato come la società avesse unicamente rappresentato "*delle aspettative di intervento sul debito che [...] non sembrano rivestire alcuna condizione di certezza quanto all'accettazione da parte del ceto creditorio, né le ipotesi formulate sembravano presentare elementi a supporto della concreta raggiungibilità degli intenti prospettati*"<sup>(334)</sup>.

Formulando le considerazioni svolte nella Comunicazione da ultimo richiamata, la Consob giunse a definire in modo conclusivo i contorni della nozione di "*piano di ristrutturazione*" – a giudizio della stessa rilevante ai fini dell'applicazione del precetto normativo di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti e, pertanto, dell'operatività dell'esenzione in caso di salvataggio di società in crisi.

### 3.3.4 **La nozione di "*piano di ristrutturazione*" rilevante ai fini dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti anteriormente alla Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731**

Sulla base di quanto sopra rilevato e tenuto in considerazione il fatto che:

- (i) la Consob abbia mostrato di accedere ad una nozione di "*piano di ristrutturazione*" atta a ricomprendere fattispecie che non si riducano esclusivamente ad ipotesi di pattuizioni volte meramente a conseguire una riduzione dell'esposizione debitoria dell'emittente concordata stragiudizialmente con i creditori<sup>(335)</sup>;

---

<sup>(333)</sup> Piano che sarebbe stato elaborato/adottato solo successivamente all'implementazione della prospettata ristrutturazione.

<sup>(334)</sup> Comunicazione Consob n. DEM/10073783 dell'1 settembre 2010 che si legge in che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 892 ss. (spec. pp. 895-896).

<sup>(335)</sup> Si veda quanto riportato al paragrafo 3.3.2 che precede. In ogni caso, si sottolinea come la componente "*finanziaria*" di un piano di ristrutturazione (rappresentata dagli interventi sul debito dell'emittente) fosse stata giudicata in ogni caso quale parte necessaria del piano a fini di poter beneficiare dell'esenzione.

- (ii) la stessa autorità di controllo abbia sancito la totale irrilevanza – ai fini della valutazione in merito alla sussistenza del requisito applicativo di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti – della sussistenza di mere negoziazioni non formalizzate in un accordo di ristrutturazione<sup>(336)</sup>;
- (iii) sempre l'autorità di controllo abbia ritenuto idoneo – ai medesimi fini – un accordo di ristrutturazione e, ciò, sebbene lo stesso non fosse stato integralmente finalizzato con riferimento all'integrale esposizione debitoria del relativo emittente, tenuto conto del fatto che lo stesso risultasse "*in astratto idoneo a configurare una ristrutturazione globale dell'indebitamento in essere*"<sup>(337)</sup>; e
- (iv) il requisito del "*piano di ristrutturazione*" – sebbene non possa essere declassato dall'interprete a mera superflua ripetizione di un'ulteriore condizione di applicabilità della fattispecie (*i.e.* lo "*stato di crisi*") – debba essere valutato in stretta congiunzione con lo stesso<sup>(338)</sup>,

la nozione di "*piano di ristrutturazione*" – alla luce della prassi applicativa emersa – possa essere definita come qualsivoglia accordo di risanamento formalizzato tra le parti e giuridicamente vincolante tra le stesse<sup>(339)</sup> dettagliante le operazioni e/o transazioni (*e.g.* principalmente interventi "*finanziari*" – quali stralci e/o dilazioni di pagamento e/o modifica dei termini e delle condizioni applicabili a determinate linee di credito e/o operazioni di disposizioni di beni dell'emittente tese alla creazione di liquidità – nonché, in secondo luogo, interventi di natura "*patrimoniale*")

---

<sup>(336)</sup> Si faccia riferimento alla posizione assunta dalla Consob con Comunicazione Consob n. DEM/10073783 dell'1 settembre 2010 e precedentemente menzionata al paragrafo 3.3.3 che precede.

<sup>(337)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/7112569 del 28 dicembre 2007 e quanto riportato al paragrafo 3.3.3 che precede.

<sup>(338)</sup> Si veda le considerazioni svolte in nt. 283 che precede.

<sup>(339)</sup> In conformità alla definizione proposta, si ritiene possa essere considerata soddisfacente (ai fini di ritenere verificato tale presupposto applicativo) la sottoscrizione di mero *term sheet* che dettagli i termini e le condizioni essenziali relativi ad una ristrutturazione dell'indebitamento di un emittente a condizione che tale documento (i) risulti vincolante tra le parti e che lo stesso sia implementato tramite la sottoscrizione della documentazione finanziaria necessaria in relazione al caso concreto (*e.g.* accordo di ristrutturazione, contratti per la costituzione di garanzie, contratti per la conferma di garanzie, accordi intercreditori tra le banche, *fee letters*, etc), e (ii) che i termini della ristrutturazione siano definiti con un elevato grado di dettaglio.

finalizzate alla ristrutturazione globale dall'indebitamento in essere dell'emittente e "funzionalizzato" (a) a porre in essere una serie di misure – calibrate in funzione dello specifico stato di crisi dell'emittente – volte a conseguire un miglioramento delle condizioni finanziarie e patrimoniali, (b) a rendere l'indebitamento complessivo dell'emittente sostenibile nel medio-lungo periodo, e (c) a consentire di conseguire un *turnaround* di successo nonché un rinnovamento efficiente degli assetti proprietari dell'emittente.

### 3.3.5 (Segue). Il caso Omnia Network e le considerazioni dell'autorità di controllo circa l'applicabilità dell'Articolo 106, comma 6°, del Testo Unico della Finanza

Come noto l'articolo 106, comma 6°, Testo Unico della Finanza prevede che "[l]a Consob [possa] con provvedimento motivato, disporre che il superamento della partecipazione indicata nel comma 1 o nel comma 3, lettera b) [di cui al Testo Unico della Finanza, n.d.r.], non [comporti] obbligo di offerta con riguardo a casi riconducibili alle ipotesi di cui al comma 5, ma non espressamente previsti nel regolamento approvato ai sensi del medesimo comma". In occasione di un secondo esame del caso Omnia Network che si è richiamato al paragrafo che precede<sup>(340)</sup>, la Consob – che fu chiamata in tale occasione a valutare l'applicabilità dell'Articolo 106, comma 6°, del Testo Unico della Finanza a tale caso – con la propria Comunicazione n. DEM/10079305 del 28 settembre 2010 chiarì come l'applicazione della disposizione richiamata potesse

---

<sup>(340)</sup> Come richiamato, la Consob – con propria Comunicazione n. DEM/10073783 dell'1 settembre 2010 – negò l'applicabilità dell'esenzione sulla base del fatto che, con riferimento all'operazione presentate, non risultava sussistente uno dei requisiti di applicazione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti (*i.e.* l'esistenza di un piano di ristrutturazione del debito concordato tra la società in crisi e i propri creditori). A fronte del richiamato diniego, i consulenti legali della Società Italiana di Partecipazioni e Investimenti S.r.l. proposero – in data 2 settembre 2010 – un secondo quesito alla Consob con richiesta di considerare come apparisse "*indubitabile come la circostanza che, nel caso di specie, [fosse] stato già deliberato e sottoscritto l'aumento del capitale sociale [...] [fosse] fatto di per sé riconducibile*" all'ipotesi di operazione di salvataggio di società in crisi e che la corrispondenza intercorsa con il ceto creditorio "*unitamente all'attività [...] espletata dall'Emittente ai fini della ristrutturazione del debito*" assumessero "*specifica rilevanza*" in relazione alla previsione normativa di cui all'Articolo 106, comma 6°, del Testo Unico della Finanza.

ricorrere solo ed esclusivamente nei casi in cui fosse stato possibile "*individuare una ratio riconducibile a uni dei casi previsti dal comma 5*" di cui all'articolo 106. Con specifico riferimento al caso di salvataggio di società in crisi, il limite richiamato avrebbe determinato l'applicazione dell'Articolo 106, comma 6°, del Testo Unico della Finanza ai soli casi in cui il salvataggio "*non passi attraverso un "piano di ristrutturazione del debito", ma attraverso un'altra operazione (o serie concatenata di operazioni) finalizzata, insieme alla sottoscrizione dell'aumento di capitale, a rimettere la società in bonis*"<sup>(341)</sup>.

Con la comunicazione summenzionata, la Consob ha, da un lato, genericamente definito i presupposti applicativi dell'Articolo 106, comma 6°, Testo Unico della Finanza (evidenziando come, in ogni caso, debba sussistere una comunanza di *ratio* tra il caso rispetto al quale dovrebbe essere concessa un'esenzione *ad hoc* in forza di tale previsione e uno dei casi di esenzione specificamente individuati dal Testo Unico della Finanza e dal Reg. Emittenti); dall'altro, con specifico riferimento al caso di operazioni di salvataggio di società in crisi, ha rilevato come questo principio si sarebbe tradotto (in corso di vigenza del previgente Articolo 49 Reg. Emittenti) nella concreta necessità di dimostrare come in ogni caso - anche laddove uno dei tre requisiti applicativi fosse in concreto mancato - lo stesso fosse risultato "*sostituito*" da altra circostanza che in ogni caso avrebbe potuto consentire all'interprete di ricondurre legittimamente l'operazione di salvataggio oggetto di analisi nell'alveo della fattispecie di esenzione in oggetto.

Questo nei limiti in cui, si ritiene di poter inferire, sarebbe risultato possibile ritenere uno dei requisiti applicativi di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti (sebbene non soddisfatto da un punto di vista formale) soddisfatto da un punto di vista sostanziale in forza della sussistenza di una o più altre circostanze che

---

<sup>(341)</sup> Nel caso di specie, era stata individuata la sussistenza di uno solo dei requisiti necessari all'applicazione dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Regolamento Emittenti (*i.e.* l'aumento di capitale) e - in luogo del piano di ristrutturazione del debito - non fu ravvisata l'esistenza di altre operazioni sufficientemente definite da fare ritenere le stesse, in astratto, idonee a perseguire il salvataggio della società - e, dunque, tali da poter essere prese in considerazioni ai fini di valutare l'applicabilità dell'Articolo 106, comma 6°, del Testo Unico della Finanza.

- in ogni caso - avrebbero scongiurato una "*frustrazione*" della *ratio* anti-elusiva sottostante al presupposto applicativo non formalmente soddisfatto.

**3.3.6 I piani di ristrutturazione del debito implementati tramite la sottoscrizione di accordi di ristrutturazione del debito ex Articolo 182-bis di cui alla Legge Fallimentare e piani di risanamento ex Articolo 67, comma 3°, lett. d), della Legge Fallimentare**

Merita di essere richiamato, in conclusione con riferimento al tema dei piani di ristrutturazione (rilevanti ai fini della previgente disciplina dell'esenzione connessa ad operazione di salvataggio di società in crisi), come la Consob - riconoscendo la rilevanza assunta nell'ambito delle crisi di impresa dalle soluzioni alternative alla liquidazione offerte dalla Legge Fallimentare (come modificata dalla legge n. 80/2005) ed anticipando il rilievo che tali strumenti di composizione negoziale dell'insolvenza assumeranno in relazione alla disciplina dell'esenzione oggetto di analisi con la modifica dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), Reg. Emittenti operata con la Delibera Consob n. 17731<sup>(342)</sup> - ebbe modo di evidenziare la rilevanza di tali fattispecie con riferimento alla allora vigente disciplina; in particolare, fu sottolineato come "*la figura degli accordi di ristrutturazione del debito ex art. 182-bis L.F.*" risultasse "*letteralmente coincidente con la fattispecie prevista dall'art. 49 del Regolamento Emittenti*" e come il contenuto di tali accordi apparisse, in linea con la prassi consolidata dalla Consob in merito al contenuto degli accordi di ristrutturazione<sup>(343)</sup>, "*assolutamente ampio ed indefinito potendo comprendere ad esempio la rinuncia parziale dei creditori, il differimento delle scadenze, l'assunzione del debito da parte di terzi, il rilascio di nuove garanzie, il conferimento dei crediti ad una newco ecc.*" potendo "*coinvolgere anche soggetti terzi, non creditori della società in crisi, i quali potranno impegnarsi ad apportare finanza aggiuntiva o a concludere operazioni di acquisto di beni aziendali*".

---

<sup>(342)</sup> Si veda in particolare quanto ricordato ai precedenti paragrafi da 3.3.1 a 3.3.4 del presente Capitolo II.

<sup>(343)</sup> Si veda in particolare i successivi paragrafi 4.3, 5.1 e 5.2 di cui al Capitolo III che segue.

### 3.4 CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE IN MERITO ALLA "GIURISPRUDENZA CONSOB"

Prima di passare all'esame della disciplina di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Regolamento Emittenti come novellata con Delibera Consob 5 aprile 2011, n 17731 si ritiene opportuno riassume - in sintesi - l'approdo della "Giurisprudenza Consob" con riguardo ai presupposti applicativi della disciplina vigente anteriormente all'adozione di tale atto modificativo del Regolamento Emittenti. Il *corpus* interpretativo consolidato nei pronunciamenti di volta in volta emessi da parte della Consob a decorrere dal 1998 sino all'aprile del 2011, difatti, non esaurisce il suo valore su di un piano meramente storico bensì, come si avrà modo di vedere nel Capitolo III che segue, assume preminente importanza e rilevanza tenuto conto del fatto che, probabilmente diversamente da una delle intenzioni proprie dell'autorità di controllo che hanno portato ad adottare la delibera novellatrice summenzionata, gli spazi di applicazione dei principi precedentemente enucleati dalla stessa Consob (come si evidenzierà nel corso dell'esame delle fattispecie di esenzione oggi vigenti e dei relativi requisiti oggettivi di applicazione) risultano tutt'altro che marginali o residuali.

Per quanto attiene alla nozione di "*stato di crisi*", si è visto come l'autorità di controllo abbia fatto propria una nozione generica dal carattere economico-finanziario di tale requisito la cui sussistenza deve in ogni caso essere "*certificata*" da elementi di natura oggettiva quali il coinvolgimento di organi pubblici/autorità indipendenti (che attestino in qualche modo la sussistenza di tale *status*), l'esistenza di evidenze documentali ovvero evidenze contabili che risultino sintomatiche in maniera univoca di gravi difficoltà finanziarie/patrimoniali dell'emittente.

Per quanto attiene alla nozione di "*aumento di capitale*", come rilevato, la Consob, nel corso del tempo, ha mostrato di accedere a una nozione "*sostanzialistica*" di tale condizione di applicazione in relazione alla quale, ferma restando l'evidente necessità di rispettare le norme governanti a livello codicistico tale istituto, gli aspetti inderogabili - che l'autorità di controllo ha mostrato di giudicare quali paletti fermi

nell'applicazione dell'esenzione - risultano essere costituiti dall'esigenza di far confluire le risorse rivenienti dall'aumento di capitale esclusivamente a beneficio della società in stato di crisi e dal rispetto della piena parità di trattamento tra tutti i soci.

Per quanto attiene, infine, la nozione di "*piano di ristrutturazione*", la Consob ha mostrato di dare rilevanza ad una nozione ampia di tale elemento costitutivo della fattispecie, potendo un tale piano (posto in essere ai fini del perseguimento del salvataggio di un emittente in stato di crisi) prevedere una serie di misure eterogenee tra loro, di carattere sia propriamente "*finanziario*" che "*patrimoniale*", - in ogni caso vincolante giuridicamente tra le parti e contenente misure volte alla ristrutturazione del debito dell'emittente - che appaia, *latu sensu*, idoneo a garantire la sostenibilità dell'indebitamento nel medio-lungo periodo ed a permettere il superamento della situazione di crisi.

### 3.5 **ARTICOLO 49, COMMA 2°, DEL REGOLAMENTO EMITTENTI: UNA DISPOSIZIONE CON FINALITÀ ANTIELUSIVE E DI TRASPARENZA**

Merita di essere da ultimo richiamato con riferimento alla fattispecie di esenzione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti vigente anteriormente alla Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731, come, ai fini (i) antielusivi dell'ipotesi di esenzione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti, e (ii) di trasparenza dell'operazione di salvataggio, all'Articolo 49, comma 2°, del Reg. Emittenti fosse stato previsto come l'acquirente nel caso di operazioni di salvataggio avrebbe dovuto comunicare "*alla Consob e al mercato lo stato di attuazione del piano nei tempi stabiliti dalla Consob, e comunque su base trimestrale, e ogni variazione della sua partecipazione*".

Tale disposizione fu ritenuta la più idonea da parte della Consob a fini antielusivi della norma. L'organo di controllo ha ritenuto che la vigilanza di un mercato adeguatamente informato fosse la garanzia più efficace della serietà delle

finalità perseguite dall'operazione di salvataggio<sup>(344)</sup>.

Relativamente alle modalità di comunicazione del piano al mercato, la Commissione ha ritenuto che, per motivi di riservatezza nei rapporti commerciali con le controparti, i dati relativi al piano di ristrutturazione e al successivo pagamento dei debiti potessero essere resi noti sulla base del dato aggregato anziché su base individuale.

---

<sup>(344)</sup> Cfr. F. CANNELLA, *Commento sub art. 106, in La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, cit, p. 375.

Tesi di dottorato "L'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto in caso di salvataggio di società in stato di crisi:  
analisi della fattispecie e della relativa evoluzione legislativa"

di BIFULCO PASQUALE

discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2014

La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).

Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

## CAPITOLO III

\*\*\*

# L'ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO IN CASO DI SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN CRISI NEL TESTO UNICO DELLA FINANZA SUCCESSIVAMENTE ALLA ADOZIONE DELLA DELIBERA CONSOB 5 APRILE 2011, N. 17731

\*\*\*

SOMMARIO: 1. Breve premessa in merito alla riforma della disciplina dell'esenzione in caso di salvataggio di società in crisi adottata con Delibera Consob datata 5 aprile 2011, n. 17731 – Il Primo Documento di Consultazione e la proposta di modifica ivi contenuta. – 2. Le osservazioni proposte da parte degli operatori con riguardo al primo documento di consultazione. – 2.1. Breve ricognizione delle osservazioni proposte con riguardo al meccanismo del *whitewash*. – 2.2. Breve ricognizione delle osservazioni proposte con riguardo alla ipotesi di esenzione relativa alle fattispecie di crisi c.d. "oggettive". – 3. Il Secondo Documento di Consultazione: le modifiche proposte alla disciplina di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), Reg. Emittenti. – 4. La disciplina dell'esenzione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto in caso di operazioni di salvataggio di società in crisi adottata con la Delibera Consob: breve premessa in merito alle diverse categorie di esenzione previste all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Regolamento Emittenti. – 4.1. La scomposizione in tre distinte fattispecie della esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto in caso di operazioni di salvataggio di società in crisi. – 4.2. La previsione di condizioni di applicabilità specifiche con riferimento a ciascuna ipotesi di esenzione dall'obbligo di offerta. – 4.3. Il recepimento nel sistema di disciplina dell'esenzione dall'obbligo di o.p.a. in caso di operazioni di salvataggio di società in crisi di istituti introdotti *medio tempore* nell'ambito della disciplina fallimentare, nonché di istituti precedentemente adottati nell'ordinamento giuridico italiano in altri ambiti di disciplina. – 5. Le ipotesi di esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto in caso di sussistenza di un'operazione di salvataggio di società in stato di crisi: breve premessa. – 5.1. Esenzione *ex* Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), Reg. Emittenti in caso di sussistenza di "operazioni di salvataggio" compiute in connessione ad una delle fattispecie di c.d. "crisi oggettiva". – 5.1.1. Descrizione generale della fattispecie – La tipizzazione dei casi "oggettivi" di crisi. – 5.1.2. Ambito oggettivo di applicazione. Le situazioni di crisi oggettive individuate dall'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1): l'ammissione ad una procedura concorsuale, di cui alla Legge Fallimentare, ovvero disciplinata da leggi speciali di cui al paragrafo (i). – 5.1.3. (Segue). Ambito oggettivo di applicazione. Le situazioni di crisi oggettive individuate dall'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1): l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti *ex* Articolo 182-*bis* della Legge Fallimentare di cui al paragrafo (ii). – 5.1.4. (Segue). Ambito oggettivo di applicazione. Le situazioni di crisi oggettive individuate dall'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1): le richieste formulate da parte di un'autorità di vigilanza prudenziale di cui al paragrafo (iii). – 5.1.5. (Segue). Ambito oggettivo di applicazione: l'ulteriore condizione oggettiva di applicabilità rappresentata dalla ricapitalizzazione ovvero da altro intervento di rafforzamento patrimoniale. – 5.1.6. Ambito soggettivo di applicazione della fattispecie e possibile discrasia temporale tra l'effettuazione del rafforzamento patrimoniale e momento nel quale viene realizzato il cambio del controllo. – 5.2. Esenzione *ex* Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 2), Reg. Emittenti in caso di sussistenza di "operazioni di salvataggio" compiute in connessione alla c.d. fattispecie di "crisi extra-concorsuale". – 5.2.1. Descrizione generale della fattispecie di esenzione *extra-concorsuale*. – 5.2.2. Le condizioni di applicazione dell'esenzione in generale. Il piano di risanamento. – 5.2.3. (Segue). La situazione di crisi attestata dal piano di risanamento. – 5.2.4. (Segue). La mancata effettuazione di acquisti delle azioni dell'emittente in crisi nei dodici mesi che precedono il cambio del controllo. – 5.2.5. (Segue). La sottoscrizione di un aumento del capitale sociale dell'emittente con esclusione del diritto di opzione. – 5.2.6. (Segue). La idoneità dell'aumento di capitale a consentire il risanamento dell'esposizione debitoria dell'emittente e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria. – 5.3. Esenzione *ex* Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), Reg. Emittenti in caso di sussistenza di "operazioni di salvataggio" compiute in connessione ad una ipotesi di "stato di crisi residuale". – 5.3.1. Descrizione generale della fattispecie di esenzione residuale. – 5.3.2. Gli obblighi informativi connessi alla procedura di *whitewash*. – 5.3.3. Le condizioni di applicazione dell'esenzione in generale. – 5.3.4.

Questioni interpretative in merito al meccanismo del *whitewash*: lo "stato di crisi". - 5.3.5. (Segue). L'assenza di ulteriori requisiti applicativi. - 5.3.6. (Segue). L'asimmetria tra la fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), par. (i) e di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), par. (ii), del Regolamento Emittenti: possibili problemi applicativi. - 6. Il caso Fondiaria-Sai. - 7. Conclusioni.

## 1. BREVE PREMESSA IN MERITO ALLA RIFORMA DELLA DISCIPLINA DELL'ESENZIONE IN CASO DI SALVATAGGIO DI SOCIETA' IN CRISI ADOTTATA CON DELIBERA CONSOB DATATA 5 APRILE 2011, N. 17731 - IL PRIMO DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE E LA PROPOSTA DI MODIFICA IVI CONTENUTA

La fattispecie di esenzione dall'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto (totalitaria o di consolidamento ai sensi, rispettivamente, dell'Articolo 106, comma 1°, del Testo Unico della Finanza e 106, comma 3°, lett. b), del Testo Unico della Finanza) di cui all'Articolo 106, comma 5°, lett. a), del Testo Unico della Finanza e all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Regolamento Emittenti di cui si è detto al Capitolo II che precede, è stata oggetto di una profonda revisione con la modifica del Regolamento Emittenti adottata con Delibera Consob 5 aprile 2011, n 17731 (di seguito, per brevità, la "**Delibera Consob**")<sup>(345)</sup>.

La Delibera Consob - adottata al fine di adeguare il Titolo II, Parte II, del Regolamento Emittenti alle modifiche legislative progressivamente intervenute *medio tempore* in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio<sup>(346)</sup> - è stata emanata a seguito di un processo di consultazione con il mercato e i relativi operatori, scandito dalla pubblicazione (da parte della Consob) di due distinti documenti di consultazione in data, rispettivamente, 6 ottobre 2010 (di seguito, per brevità, il

---

<sup>(345)</sup> Si veda in senso conforme D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F, Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, Tomo II, cit., p. 1076.

<sup>(346)</sup> Si ricorda come - a seguito dell'approvazione in data 21 aprile 2004 da parte del Consiglio dei Ministri dell'Unione Europea della Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto - il Testo Unico della Finanza sia stato novellato, quanto alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto, con decreto legislativo 19 novembre 2007, n. 229. In seguito a tale intervento normativo, la disciplina delle o.p.a. è stata ulteriormente oggetto di successivi interventi legislativi - prima che fosse adottata la Delibera Consob - con (i) il decreto-legge del 29 novembre 2008, n. 185 (concernente la disciplina della *passivity rule* e della c.d. "*neutralizzazione*"); (ii) la legge n. 33/2009 (contenente misure normative atte a rafforzare gli "*strumenti di difesa da manovre speculative*"), e, infine, (iii) il decreto legislativo n. 146/2009 (di integrazione del decreto legislativo n. 229/2007).

"Primo Documento di Consultazione"<sup>(347)(348)</sup> e 18 febbraio 2011 (di seguito, per brevità, il "Secondo Documento di Consultazione")<sup>(349)</sup>.

Con specifico riferimento alla disciplina dell'esenzione oggetto di analisi nel presente lavoro, un adeguamento della disciplina fu giudicato necessario da parte dell'autorità di controllo soprattutto in quanto l'esperienza applicativa aveva evidenziato "l'esigenza di meglio definire l'ambito di applicazione" dell'esenzione<sup>(350)</sup>, anche al fine "di dare maggiore certezza ai soggetti interessati sui presupposti per l'applicabilità dell'esenzione"<sup>(351)</sup>.

In merito, le principali criticità riscontrate nel dare applicazione alla

---

<sup>(347)</sup> Cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010 consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori\\_preparatori/consultazione\\_emittenti\\_20101006.htm?hkeywords=&docid=26&page=0&hits=27](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_20101006.htm?hkeywords=&docid=26&page=0&hits=27).

<sup>(348)</sup> Con specifico riferimento alla proposta di riforma relativa alla ipotesi di esenzione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b) del Reg. Emittenti la Consob richiese agli operatori di mercato di confermare se gli stessi (i) condividessero "la nuova previsione per l'applicazione dell'esenzione per operazioni dirette al salvataggio della società", (ii) ritenessero "i casi di crisi accertata efficacemente individuati o quali diverse soluzioni [risultassero] preferibili, nonché (iii) concordassero "con la scelt[a], nelle altre situazioni, di subordinare l'esenzione all'approvazione degli independent shareholders [...]" (cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, cit., p. 38).

<sup>(349)</sup> Cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 18 febbraio 2011 consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori\\_preparatori/consultazione\\_emittenti\\_20110218.htm?hkeywords=&docid=23&page=0&hits=27](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_20110218.htm?hkeywords=&docid=23&page=0&hits=27).

<sup>(350)</sup> E, ciò, soprattutto con riferimento al più recente periodo economico "caratterizzato da un ciclo economico recessivo che ha prodotto un aumento significativo e repentino de numero di società con rilevanti tensioni finanziarie o acclarato stato di crisi" (Cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, Allegato N. 7, Casi di esenzione dall'applicazione della disciplina dell'OPA obbligatoria, p. 6, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori\\_preparatori/consultazione\\_emittenti\\_20101006\\_allegati.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_20101006_allegati.htm)).

<sup>(351)</sup> Cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, Allegato N. 7, cit., p. 6. Per quanto attiene alle difficoltà applicative riscontrate in corso di vigenza della precedente disciplina, si fa rinvio a quanto richiamato al Capitolo II che precede ed in particolare ai paragrafi 3.1, 3.2 e 3.3.

previgente disposizione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Regolamento Emittenti hanno riguardato primariamente il requisito della presenza di un "*piano di ristrutturazione del debito*", in quanto<sup>(352)</sup><sup>(353)</sup>: (i) in presenza di crisi industriali più che finanziarie, un tale piano avrebbe potuto risultare non necessario, ovvero difettare del tutto<sup>(354)</sup>; (ii) condizionando l'applicazione dell'esenzione alla sussistenza di un accordo, avrebbero potuto originarsi problemi di *hold-out* da parte di uno o più creditori, ovvero da parte di creditori non aventi interessi a partecipare ad una ristrutturazione (in quanto titolari di privilegi sul credito)<sup>(355)</sup>; e (iii) la presenza di tale requisito con riguardo alle società bancarie presenta criticità connesse alla specificità dell'attività svolta da parte di tali società<sup>(356)</sup>.

Preso atto principalmente delle tre summenzionate criticità, in un primo

---

<sup>(352)</sup> Cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, Allegato N. 7, cit., p. 6.

<sup>(353)</sup> Per quanto attiene a questo specifico requisito risultante necessario ai sensi dell'Articolo 49, comma 1, lett. b), del Regolamento Emittenti vigente anteriormente alla novella regolamentare di cui alla Delibera Consob si fa rinvio al paragrafo 3.3 di cui al Capitolo II che precede.

<sup>(354)</sup> Si fa riferimento principalmente a quelle crisi aziendali che si declinino più quali crisi di prodotto / crisi di mercato piuttosto che quali crisi finanziarie e, pertanto, non implicanti la necessità di addivenire ad una ristrutturazione dell'indebitamento della società in crisi quanto piuttosto ad una rivisitazione della filosofia aziendale dell'emittente.

<sup>(355)</sup> Con specifico riferimento alle ristrutturazioni del debito implementate tramite piani di risanamento *ex* Articolo 67, comma 3°, lett. d), della Legge Fallimentare ciò sarebbe potuto accadere laddove un finanziatore avesse detenuto una consistente quota del debito dell'emittente in crisi e lo stesso avesse deciso di non aderire alla sottoscrizione di tale accordo (rendendo, pertanto, per l'esperto designato praticamente impossibile certificare la fattibilità del relativo piano). Con riguardo alle ristrutturazioni perseguite tramite la sottoscrizione di accordi di ristrutturazione del debito *ex* Articolo 182-*bis* della Legge Fallimentare, tale inconveniente si sarebbe presentato nel caso in cui un creditore (o più creditori tra loro agenti con comunanza di intenti) avesse detenuto una quota del debito superiore al 40% dell'intero indebitamento dell'emittente (risultando necessario – ai fini di poter ricorrere a tal istituto – (i) che almeno il 60% dei creditori vi aderiscano, e (ii) che sia garantito il rimborso integrale dei creditori non aderenti).

<sup>(356)</sup> Ciò in quanto l'attività bancaria si estrinseca principalmente sull'attività di impiego di capitali raccolti dalla clientela e pertanto una ristrutturazione di tale indebitamento sarebbe considerata insolvenza della banca; parimenti, risulta difficile immaginare la rinegoziazione delle debito interbancario da parte di un istituto finanziario.

momento<sup>(357)</sup> – con riferimento alla fattispecie di esenzione in oggetto – era stata proposta una soluzione caratterizzata dalla scomposizione della fattispecie stessa in due distinte ipotesi applicative.

Alla luce di tale proposta, l'esenzione veniva riconosciuta (i) nel primo caso, laddove l'emittente si fosse trovato in una situazione di crisi "oggettiva"<sup>(358)</sup> e fosse prevista una "ricapitalizzazione" ovvero "altro intervento di rafforzamento patrimoniale" con riguardo allo stesso<sup>(359)</sup>; (ii) nel secondo caso, laddove vi fosse stato un voto favorevole dei soci "non interessati" (e che, in conseguenza dell'applicazione dell'esenzione, avrebbero perso la possibilità di esercitare il proprio diritto di *exit* dalla società) espresso con il meccanismo del *whitewash*<sup>(360)</sup> (da intendersi quale

---

<sup>(357)</sup> Si fa riferimento alla proposta di modifica dell'Articolo 49, comma 1, lett. b), Reg. Emittenti di cui al Primo Documento di Consultazione (cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, Allegato N. 7, cit., p. 7).

<sup>(358)</sup> L'"oggettività" delle crisi sarebbe stato "certificato" (in tale versione della proposta di modifica dell'ipotesi di esenzione) dalla sussistenza di circostanze testimonianti in via tendenzialmente inequivocabile la sussistenza di difficoltà finanziarie da parte dell'emittente quali l'ammissione ad una procedura concorsuale, l'omologazione di un accordo di ristrutturazione *ex* Articolo 182-bis della Legge Fallimentare, l'esistenza di un piano di risanamento *ex* Articolo 67, comma 3°, lett. d), della Legge Fallimentare, l'espressione da parte del revisore legale di un giudizio negativo in merito alla continuità aziendale e, infine, richieste dell'Autorità di vigilanza al fine di tutelare la sana e prudente gestione. Per quanto riguarda l'effettiva idoneità delle circostanze richiamate sopra ai fini di confermare inequivocabilmente la sussistenza di uno stato di crisi tale da giustificare la compressione dei diritti degli azionisti di minoranza di beneficiare di un diritto di *exit* (tramite l'imposizione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria) e, pertanto, il riconoscimento di una esenzione dell'obbligo di o.p.a. si rinvia a quanto verrà richiamato ai successivi paragrafi 5.1 e 5.2.

<sup>(359)</sup> La prima fattispecie di esenzione prevista nel testo regolamentare posto in consultazione tramite il Primo Documento di Consultazione risultava formulata nel modo seguente: "*L'acquisto non comporta l'obbligo di offerta previsto nell'articolo 106 del Testo unico se: [...] è compiuto in presenza di una ricapitalizzazione della società quotata ovvero altro intervento di rafforzamento patrimoniale e la società versa in una situazione di crisi attestata da: i. ammissione a una procedura concorsuale prevista dal R.D. 16 marzo 1942, n. 267 o da altre leggi speciali; ii. omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i debitori, ai sensi dell'articolo 182-bis del R.D. 16 marzo 1942, n. 267, reso noto al mercato; iii. esistenza di un piano di risanamento, reso noto al mercato, di cui all'articolo 67, comma 3, lettera d), del R.D. 16 marzo 1942, n. 267 limitatamente al caso in cui vi sia una ricapitalizzazione; iv. espressione, da parte del revisore legale, sull'ultimo bilancio dell'emittente di un giudizio negativo sul presupposto della continuità aziendale; v. rispondenza dell'intervento a richieste formulate da un'Autorità di vigilanza al fine di tutelare la sana e prudente gestione dell'impresa*".

<sup>(360)</sup> La seconda fattispecie prevista nel testo regolamentare posto in consultazione tramite il Primo Documento di Consultazione, viceversa, risultava formulata come segue: "*L'acquisto non comporta*

approvazione assembleare – laddove una competenza della assemblea degli azionisti risultasse prevista al riguardo – ovvero tramite "referendum" dei soci)<sup>(361)(362)</sup>.

---

*l'obbligo di offerta previsto nell'articolo 106 del Testo unico se: [...] è compiuto in presenza di una situazione di crisi, non riconducibile a una delle situazioni descritte al numero 1) della presente lettera, purché: i. qualora l'operazione sia di competenza dell'assemblea, la relativa delibera, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile, sia approvata, con il voto favorevole della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi dall'acquirente, dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, e dalle persone che agiscono di concerto con essi; ii. qualora l'operazione non sia oggetto di delibera assembleare, essa sia approvata con il voto favorevole della maggioranza dei soci, diversi dai medesimi soggetti indicati al precedente punto 2. i), che si siano espressi mediante una dichiarazione contenuta su apposita scheda predisposta dall'acquirente. Tale scheda di voto è trasmessa all'acquirente, per il tramite del depositario delle azioni che ne attesta la titolarità, entro la data e all'indirizzo indicati dall'acquirente".*

<sup>(361)</sup> Tale specifica ipotesi di esenzione testimonia la volontà da parte dell'autorità di controllo di estendere le ipotesi nelle quali sia previsto "il coinvolgimento degli azionisti di minoranza nella disciplina delle esenzioni dall'applicazione della disciplina dell'OPA obbligatoria, consentendo loro di esprimersi sulla rinuncia all'exit in alcune delle fattispecie delineate dal Legislatore e disciplinate dalla Consob" (Cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, cit., p. 6). Con riferimento allo specifico istituto dell'approvazione da parte della maggioranza degli *independent shareholders* (c.d. "whitewash"), la stessa Consob ebbe modo di ricordare come l'applicazione dello stesso con riferimento alle fattispecie di esenzione dall'obbligo di offerta pubblica non risultava assolutamente innovativo in quanto "la proposta di subordinare l'applicazione dell'esenzione dall'OPA, con riferimento alle ipotesi di fusioni o scissioni, al voto favorevole della maggioranza degli azionisti non interessati sia già stata posta in consultazione nel 2001 e non sia stata poi adottata in seguito alla consultazione con il mercato" e che le ragioni che hanno condotto la Consob a proporre nuovamente l'applicazione dei meccanismi di whitewash (estendendo gli stessi anche al caso dei salvataggi di società in crisi), "sono da ricercarsi innanzitutto nella convinzione che sulla rinuncia all'exit debbano, ove possibile, essere coinvolti coloro che ne sono potenzialmente danneggiati" oltre al fatto che "l'esperienza applicativa della regolamentazione in vigore nelle citate ipotesi (salvataggio e fusioni/scissioni) [aveva] messo in luce come soluzioni alternative, che subordinano l'esenzione al riscontro di predefiniti elementi oggettivi, non sempre siano di per sé efficaci nel discriminare le situazioni in cui la finalità dell'operazione giustifica il sacrificio delle minoranze da quelle in cui tale bilanciamento non è raggiunto". Da ultimo, veniva rilevato come "nel prevedere il coinvolgimento dei soci non interessati, le soluzioni proposte si [ponessero] in linea di continuità con la regolamentazione delle operazioni con parti correlate" (Cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, cit., p. 6).

<sup>(362)</sup> Per quanto attiene all'istituto del whitewash, si ricorda qui che lo stesso ha fatto la propria comparizione nel diritto societario nell'ambito della disciplina sulle operazioni con parti correlate (in attuazione dell'Articolo 2391-bis del Codice Civile); in merito – non potendosi dilungare sull'argomento nel presente lavoro – si fa rinvio a M. STELLA RICHTER JR, *Le operazioni con parti correlate*, Riv. soc., 2011, p. 64 ss. Merita di essere ricordato come tale meccanismo fosse da tempo previsto nell'ordinamento inglese; si richiama, in proposito, il *Takeover Code, Note of Dispensation from Rule 9, n. 1* ai sensi della quale disposizione è prevista la possibilità per il Panel – nel caso in cui l'emittente versi in una situazione di grave crisi finanziaria ("such a serious financial position") – di concedere un'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica in caso di acquisti di azioni effettuati nell'ambito di aumenti di capitale nel caso in cui vi

La finalità che la Consob chiarì di voler perseguire con la proposta di modifica summenzionata, risultava essere duplice<sup>(363)</sup>: da un lato, si voleva ampliare l'applicabilità dell'esenzione per operazioni di salvataggio di società in crisi "eliminando alcune condizioni presenti nella vigente norma"<sup>(364)</sup> (che hanno costituito, in pendenza della previgente normativa, un impedimento all'applicazione della stessa ad ipotesi di risanamenti aventi "carattere industriale", ovvero in cui il rafforzamento patrimoniale dell'emittente non fosse stato posto in essere tramite un aumento di capitale bensì con interventi di "rafforzamento patrimoniale" ulteriori), dall'altro, con riguardo alle situazioni di crisi diverse da quelle più evidenti, "rimettere agli stessi soggetti che dovrebbero rinunciare all'exit" (i.e. gli azionisti di minoranza), "la valutazione circa la convenienza di tale rinuncia rispetto all'ipotesi di salvataggio della società partecipata"<sup>(365)</sup>.

---

sia il preventivo voto favorevole della maggioranza degli *independent shareholder*. Si rinvia in merito a quanto richiamato al paragrafo 1 di cui al Capitolo II che precede.

<sup>(363)</sup> Cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, Allegato N. 7, cit., pp. 7-8.

<sup>(364)</sup> In particolare, la Consob ha rilevato come: "(i) eliminando la condizione della presenza di un "piano di ristrutturazione del debito" [avrebbero potuto essere] esentati anche i piani di risanamento che prevedano interventi di tipo industriale non necessariamente collegati a rinegoziazioni dell'indebitamento" laddove "(ii) eliminando la condizione del superamento della soglia rilevante "tramite sottoscrizione di un aumento di capitale", [avrebbero potuto essere esentati] anche le operazioni che, ad esempio, prevedano una ricapitalizzazione della quotata o, più in generale, interventi di rafforzamento patrimoniale successivi all'acquisto della partecipazione rilevante per la disciplina dell'OPA obbligatoria)" (cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, Allegato N. 7, cit., pp. 7-8). In dottrina è stato rimarcato come la Delibera Consob abbia effettivamente portato ad un ampliamento del perimetro di applicazione della fattispecie di esenzione (cfr. F. MUCCIARELLI, *Esenzione dall'opa obbligatoria per salvataggio: le decisioni Consob*, cit., p. 560).

<sup>(365)</sup> Cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, Allegato N. 7, cit., p. 8; si veda inoltre il riferimento in proposito di cui all'*Executive Summary* connesso al documento "Regolamento Emittenti - Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio" in cui la Consob espressamente richiama il fatto che la modifica in oggetto sia stata adottata al fine di aumentare "il coinvolgimento degli azionisti di minoranza nella disciplina delle esenzioni dall'applicazione della disciplina dell'opa obbligatoria, prevedendo che sia necessaria l'approvazione da parte della maggioranza degli independent shareholders nei casi di salvataggio diversi da alcune specifiche fattispecie di crisi conclamata" (oltre che nei casi di fusione).

Inoltre, si ricorda come, in un'ottica di semplificazione, con il Primo Documento di Consultazione fu proposta l'eliminazione della previsione contenuta alla lett. b), comma 2°, dello stesso Articolo 49 di cui al Reg. Emittenti, che prescriveva all'acquirente che beneficia dell'esenzione di comunicare alla Consob e al mercato lo stato di attuazione del piano di salvataggio nei termini fissati dalla stessa Autorità di controllo e, comunque, su base trimestrale, nonché ogni variazione della sua partecipazione nell'emittente<sup>(366)</sup>.

## 2. LE OSSERVAZIONI PROPOSTE DA PARTE DEGLI OPERATORI CON RIGUARDO AL PRIMO DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

Di fronte alla proposta di modifica dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), di cui al Reg. Emittenti contenuta nel Primo Documento di Consultazione, le valutazioni proposte da parte delle principali associazioni degli emittenti, degli intermediari e degli investitori istituzionali, nonché degli studi legali operanti in Italia rispetto a tale documento<sup>(367)</sup> sono risultate essere in linea generale positive (sebbene con alcuni distinguo)<sup>(368)</sup> per quanto attiene all'ipotesi di esenzione relativa alle c.d. "crisi oggettive" di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1, della bozza di Reg. Emittenti emendato, laddove un generale scetticismo (ovvero, da parte di alcuni, un giudizio negativo) è stato palesato rispetto alla seconda ipotesi di esenzione - ad applicazione

---

<sup>(366)</sup> Ciò sulla base della valutazione da parte della Consob del fatto "che ogni variazione rilevante del piano sarebbe comunque soggetta alla disciplina dell'informativa al mercato ai sensi dell'art. 114, comma 1, del TUF e che, con riferimento alle variazioni della partecipazione, si ritengono sufficienti le comunicazioni dovute ai sensi dell'art. 120 del TUF", e che in ogni caso sarebbe rimasta ferma la "possibilità per la Consob, per esigenze legate alla specifica operazione, di effettuare richieste al fine di una maggiore disclosure ai sensi dell'art. 114, comma 5, del TUF." (cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, Allegato N. 7, cit., p. 8).

<sup>(367)</sup> Principalmente studi legali domestici e internazionali nonché professori universitari e fondi di investimento.

<sup>(368)</sup> Si rimanda al paragrafo 2.2 che segue per una analisi delle diverse valutazioni espresse con riguardo a tale fattispecie.

"residuale"<sup>(369)</sup> ed imperniata sul meccanismo di salvaguardia del *whitewash* – di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 2 della proposta di riforma elaborata da parte della Consob e contenuta nel Primo Documento di Consultazione. Di seguito verranno sinteticamente richiamate tali valutazioni al fine di evidenziare come queste abbiano, in parte, influito sul processo legislativo della Consob inducendo la stessa autorità – nel tentativo di superare le difficoltà applicative riscontrate in pendenza della previgente disciplina regolamentare<sup>(370)</sup> – ad adottare delle modifiche (di rilevanza non marginale, come verrà posto in evidenza) alla prima proposta di modifica del Reg. Emittenti elaborata da parte della stessa.

## 2.1 BREVE RICOGNIZIONE DELLE OSSERVAZIONI PROPOSTE CON RIGUARDO AL MECCANISMO DEL WHITEWASH

Prendendo le mosse dalla fattispecie c.d. "residuale" di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 2, si evidenzia come i rilievi mossi rispetto a tale fattispecie (aventi ad oggetto principalmente la introduzione del meccanismo di *withewash* nell'alveo della disciplina relativa alle esenzioni dall'obbligo di o.p.a.<sup>(371)</sup> e la specifica definizione di tale meccanismo) siano stati quasi prevalentemente di senso

---

<sup>(369)</sup> Tale ipotesi avrebbe trovato applicazione in tutte le ulteriori "situazioni di crisi" non tassativamente identificate all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1 della proposta di modifica del Regolamento Emittenti di cui al Primo Documento di Consultazione.

<sup>(370)</sup> Si rinvia in merito nuovamente al Capitolo II che precede ed in particolare ai paragrafi 3.1, 3.2 e 3.3.

<sup>(371)</sup> Si ricorda che l'introduzione del menzionato meccanismo nell'ambito della disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto con la Delibera Consob ha riguardato non solo la fattispecie di esenzione dell'obbligo di offerta in caso di salvataggio di società in crisi bensì anche la fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. f), del Regolamento Emittenti disciplinante l'esenzione dall'obbligo di offerta in caso di sussistenza di operazioni di fusione o scissione (la versione finale di tale articolo risulta di seguito riportata: "*L'acquisto non comporta l'obbligo di offerta previsto nell'articolo 106 del Testo unico se: [...] è conseguente ad operazioni di fusione o scissione approvate con delibera assembleare della società i cui titoli dovrebbero altrimenti essere oggetto di offerta e, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile, senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi dal socio che acquista la partecipazione superiore alla soglia rilevante e dal socio o dai soci che detengono, anche di concerto tra loro, la partecipazione di maggioranza anche relativa*").

negativo<sup>(372)</sup>.

Ciò in quanto, a giudizio di alcuni, il meccanismo proposto appariva connotato da una notevole difficoltà applicativa (tenuto conto del fatto che, di volta in volta, vi sarebbe stato il rischio di "affidare" la valutazione circa la sussistenza di un obbligo di offerta a una minoranza di azionisti avente carattere "occasionale")<sup>(373)</sup>, ovvero in quanto l'adozione dello stesso avrebbe determinato "un sensibile irrigidimento del procedimento di approvazione di operazioni straordinarie"<sup>(374)</sup>. Altri<sup>(375)</sup> –

---

<sup>(372)</sup> Fanno eccezione, a tal proposito, le posizioni assunte da parte di HERMES EQUITY OWNERSHIP SERVICES, *Comments to the Consultation on the* "Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio", 15 novembre 2010, p. 2, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm); ICGN, INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE NETWORK, *Comments on the Consultation* "Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio", 24 novembre 2010, p. 3 consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm); STUDIO LEGALE GALBIATI, SACCHI E ASSOCIATI, *Documento di consultazione 6 ottobre 2010 –* "Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio". *Osservazioni trasmesse dallo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati*, 15 novembre 2010, pp. 22-23 consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm).

<sup>(373)</sup> Cfr. ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA – ABI, *Osservazioni al documento di consultazione Consob Revisione della regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 17 novembre 2010, p. 5, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm)); sul punto si richiama altresì l'Assonime che – senza fornire una spiegazione in merito alla propria critica all'istituto – rilevò come risultasse, a giudizio della stessa, "opportuno presumere che gli independent shareholder siano d'accordo con la ristrutturazione che, peraltro, potrebbe riportare in bonis la società con presumibilmente valori superiori a quello dell'eventuale opa" (cfr. ASSONIME, *Osservazioni al documento di consultazione "Modifiche al Regolamento Emittenti in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio" del 6 ottobre 2010*, 8 dicembre 2010, p. 5, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm)).

<sup>(374)</sup> Cfr. ASSOSIM, *Risposta alla consultazione Consob relativa al Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e alla revisione della regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 15 novembre 2010, p. 5, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm) che sul punto si espresse in ogni caso non per l'eliminazione dell'istituto quanto piuttosto per l'attribuzione a tale strumento di uno specifico "ruolo consultivo" (la cui utilità pratica, pare di poter rilevare, risulterebbe assai limitata se non addirittura assente e, pertanto, potenzialmente rappresentante – piuttosto – un inutile aggravio della procedura).

sottolineando come "nell'attuare la disciplina primaria in tema di esenzioni, la regolamentazione secondaria dovrebbe tener conto" dell'esigenza di contemperamento di interessi contrapposti insita nelle singole ipotesi di esenzione, evitando "che l'ambito delle valutazioni discrezionali della Commissione venga sostituito dall'utilizzo del whitewash" – hanno rimarcato il rischio che tale istituto possa giungere a declinarsi quale "generale criterio autorizzatorio", con conseguente sbilanciamento della disciplina "nella direzione della tutela delle minoranze" e ciò "in assenza del correttivo - pure introdotto nel Regolamento sulle operazioni con parti correlate - rappresentato dalla previsione di un quorum costitutivo di soci disinteressati presenti in assemblea, cui subordinare l'applicazione del whitewash"<sup>(376)</sup>.

In generale, con riguardo a tale nuovo istituto, che l'autorità di controllo

---

<sup>(375)</sup> Cfr. CONFINDUSTRIA, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio – Osservazioni di Confindustria*, 15 dicembre 2010, pp. 10-11, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm).

<sup>(376)</sup> Più in particolare nel documento di Confindustria veniva sottolineato come – rilevato che “le problematiche emerse con riferimento alle operazioni di salvataggio attengono essenzialmente alla necessità di presentare in ogni caso un piano di ristrutturazione e l'intenzione della Consob è di slegare l'esenzione da questo requisito” – apparisse “sufficiente continuare a utilizzare la clausola generale dell'art. 106, co. 6, TUF” e, pertanto, “la possibilità di esentare le operazioni di salvataggio che presentino caratteristiche analoghe, ma non identiche, a quelle proprie delle fattispecie disciplinate per legge, e che siano riconducibili alla stessa ratio di queste ultime” avrebbe dovuto rimanere – secondo la valutazione da parte di Confindustria – “oggetto della valutazione discrezionale dell'Autorità, come avviene in molti degli ordinamenti esteri citati nell'Allegato 7, e non essere subordinata all'applicazione del whitewash” (cfr. CONFINDUSTRIA, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio – Osservazioni di Confindustria*, 15 dicembre 2010, cit., p. 11); veniva altresì rilevato da parte di Confindustria come il meccanismo del whitewash (“la cui compatibilità con l'impostazione e i principi di fondo della riforma del diritto societario del 2003” appariva discutibile) appariva perseguire “finalità diverse da quelle dichiarate nel Documento [di Consultazione della Consob, ndr] nonché connotato da “significative difficoltà applicative” con specifico riguardo “al caso in cui l'operazione di salvataggio non sia oggetto di delibera assembleare, laddove si ipotizza (art. 49, co. 1, lett. b), n. 2), lett. ii, RE) un complicato, nonché singolare, sistema per l'approvazione da parte degli independent shareholders, basato su una dichiarazione contenuta su un'apposita scheda di voto predisposta dall'interessato”. Veniva da ultimo sottolineato come “la scelta di rimettere alle minoranze azionarie la decisione sulla convenienza della rinuncia al premio per il controllo e, quindi, sul salvataggio della società [appariva] in contrasto con la ratio stessa dell'esenzione, che mira a salvaguardare una pluralità di interessi rilevanti, meritevoli di tutela almeno quanto quelli delle minoranze (creditori, lavoratori, ecc.)” nonché che “la soluzione posta in consultazione [avrebbe finito] per costituire un forte ostacolo all'attuazione dei piani di salvataggio e non tiene conto del fatto che, in questi casi, l'alternativa all'esenzione dall'OPA obbligatoria rischia di essere unicamente il default dell'emittente”.

proponeva di introdurre nell'ambito della disciplina dell'esenzione dell'obbligo di o.p.a. in caso di salvataggio di società in crisi, fu proprio l'esigenza di correggere la proposta nel senso da ultimo menzionato ad essere largamente condivisa tra gli operatori.

In particolare, venne espressa da parte di molti commentatori<sup>(377)</sup> l'opinione secondo la quale l'istituto del *whitewash* medesimo avrebbe dovuto essere "strutturalmente" perfezionato prevedendo l'introduzione di una "soglia di significatività"<sup>(378)</sup> in modo tale da ricollegare una efficacia esimente all'approvazione degli azionisti di minoranza solo nel caso in cui la quota di capitale, rappresentata dagli "azionisti indipendenti"<sup>(379)</sup>, fosse stata uguale o superiore ad una data percentuale "rilevante" del capitale sociale dell'emittente coinvolto nell'operazione di ristrutturazione. Secondo tali commentatori, l'introduzione di tale correttivo rispetto

---

<sup>(377)</sup> Cfr. ASSONIME, *Osservazioni al documento di consultazione "Modifiche al Regolamento Emittenti in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio" del 6 ottobre 2010*, 8 dicembre 2010, cit., p. 5; CONFINDUSTRIA, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio – Osservazioni di Confindustria*, 15 dicembre 2010, cit., pp. 10-11; STUDIO LEGALE GALBIATI, SACCHI E ASSOCIATI, *Documento di consultazione 6 ottobre 2010 – "Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio". Osservazioni trasmesse dallo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati*, 15 novembre 2010, cit., pp. 22-23; GIANNI, ORIGONI, GRIPPO & PARTNERS, *Risposta alla consultazione "Regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio"*, 15 novembre 2010, p. 5 consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm); LABRUNA MAZZIOTTI SEGNI STUDIO LEGALE, *Risposta al documento di consultazione "Regolamento Emittenti – Recepimento della Direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio"*, p. 9 consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm); NCTM STUDIO LEGALE ASSOCIATO, *Osservazioni al documento per la consultazione del 6 ottobre 2010: "Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio"*, 18 novembre 2010, pp. 7-8 consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm). Gli autori di tale ultimo contributo parlano, in proposito, di "whitewash qualificato" per distinguere tale ipotesi dalla fattispecie proposta da parte dell'autorità di controllo con il Primo Documento di Consultazione.

<sup>(378)</sup> Cfr. in tal senso STUDIO LEGALE GALBIATI, SACCHI E ASSOCIATI, *Documento di consultazione 6 ottobre 2010 – "Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio". Osservazioni trasmesse dallo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati*, cit., p. 23.

<sup>(379)</sup> Su tale nozione si tornerà più in dettaglio nel successivo paragrafo 5.3.1.

all'istituto proposto avrebbe avuto l'effetto di riequilibrare il bilanciamento degli interessi tutelati dalla norma in oggetto, oltre che il beneficio di scongiurare il pericolo che azionisti rappresentanti una quota di capitale assai ridotta potessero arrivare ad assumere (anche pretestuosamente) un "*potere di veto*" estremamente rilevante nell'ambito della vita societaria<sup>(380)</sup> e con riferimento all'assunzione di decisione di estrema rilevanza per la vita dell'emittente<sup>(381)</sup>.

Al suggerimento di adottare un correttivo di carattere strutturale, si accompagnò altresì la proposta - da parte di un singolo specifico commentatore<sup>(382)</sup> - di implementare un aggiustamento di carattere "*complementare/sussidiario*". In particolare, fu suggerito - attesa l'esigenza di tutelare in modo efficace interessi degli azionisti particolarmente rilevanti e di garantire un processo deliberativo adeguatamente istruito - di prevedere che fosse fornita un'apposita informativa "*circa la efficacia esimente dall'obbligo di opa di un'eventuale approvazione da parte della richiesta maggioranza di independent shareholders*"<sup>(383)</sup>. Occorre giudicare positivamente tale proposta di modifica - successivamente adottata nel Regolamento Emittenti oggi vigente con l'assunzione della Delibera Consob<sup>(384)</sup> - e, ciò, soprattutto con riferimento alla ipotesi di esenzione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3, sub-par. (ii), in cui il meccanismo del *whitewash* trova applicazione "*in via referendaria*" al

---

<sup>(380)</sup> Cfr. in senso conforme LABRUNA MAZZIOTTI SEGNI STUDIO LEGALE, *Risposta al documento di consultazione* "Regolamento Emittenti - Recepimento della Direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio", cit., p. 9.

<sup>(381)</sup> Si pensi, a tal proposito, all'ipotesi di un *hedge fund* che - con riferimento ad un emittente con un equilibrio finanziario in procinto di deterioramento - avesse deciso di acquisire una partecipazione nel capitale dello stesso emittente (anche marginale) al solo fine di pre-constituire una leva negoziale da utilizzare successivamente nei confronti di coloro che si fossero proposti di operare il salvataggio di tale società una volta che la crisi si fosse manifestata con evidenza.

<sup>(382)</sup> Cfr. in tal senso STUDIO LEGALE GALBIATI, SACCHI E ASSOCIATI, *Documento di consultazione 6 ottobre 2010* - "Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio". *Osservazioni trasmesse dallo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati*, cit., pp. 22-23.

<sup>(383)</sup> Cfr. in tal senso STUDIO LEGALE GALBIATI, SACCHI E ASSOCIATI, *Documento di consultazione 6 ottobre 2010* - "Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio". *Osservazioni trasmesse dallo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati*, cit., pp. 22-23.

<sup>(384)</sup> Su tale specifica norma si tornerà più in dettaglio nel successivo paragrafo 5.3.2.

di fuori dell'usuale contesto nel quale gli azionisti vengono chiamati ad adottare le proprie decisioni (*i.e.* in sede assembleare) e con riferimento al quale sono previsti molteplici meccanismi tesi a fornire una adeguata informativa ai soci chiamati ad esprimere il proprio voto.

## 2.2 BREVE RICOGNIZIONE DELLE OSSERVAZIONI PROPOSTE CON RIGUARDO ALLA IPOTESI DI ESENZIONE RELATIVA ALLE FATTISPECIE DI CRISI C.D. "OGGETTIVE"

Per quanto attiene alla ipotesi di esenzione riconnessa alla sussistenza di casi di crisi c.d. "oggettivi"<sup>(385)</sup> di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1 della proposta di modifica di cui al Primo Documento di Consultazione, i commentatori della proposta elaborata da parte della Consob ebbero modo di criticare, in primo luogo, la mancata chiara identificazione/ricognizione degli interventi di rafforzamento patrimoniale<sup>(386)</sup> idonei a soddisfare il relativo presupposto oggettivo di applicazione identificato dalla norma<sup>(387)</sup>. In secondo luogo, venne criticata l'assimilazione di una "serie di ipotesi tra loro non omogenee"<sup>(388)</sup> ai fini della definizione della medesima ipotesi di esenzione. In particolare risultava essere particolarmente criticata la scelta da parte dell'autorità di controllo di includere tra le ipotesi di crisi c.d. "oggettiva" –

---

<sup>(385)</sup> La prima proposta di rivisitazione dell'Articolo 49 Reg. Emittenti elaborata da parte della Consob identificava, come ricordato precedentemente, tali ipotesi nei casi di (a) ammissione ad una procedura concorsuale, (b) omologazione di un accordo di ristrutturazione *ex* Articolo 182-*bis* Legge Fallimentare, (c) esistenza di un piano di risanamento di cui all'Articolo 67, comma 3°, lettera d), Legge Fallimentare, (d) espressione da parte del revisore legale di un giudizio negativo sull'ultimo bilancio (sul presupposto della continuità aziendale), e (e) rispondenza dell'intervento di rafforzamento alla richiesta da parte dell'Autorità di vigilanza al fine di tutelare la sana e prudente gestione di impresa.

<sup>(386)</sup> Su tale nozione si tornerà più in dettaglio nel successivo paragrafo 5.1.5 al quale si rinvia altresì per una analisi di tali ipotesi.

<sup>(387)</sup> Cfr. NCTM STUDIO LEGALE ASSOCIATO, *Osservazioni al documento per la consultazione del 6 ottobre 2010: "Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio"*, 18 novembre 2010, cit., pp. 8-9.

<sup>(388)</sup> Cfr. G. GUIZZI, *Osservazioni al documento di consultazione pubblica sulla proposta di revisione della regolamentazione in materia di OPA e OPS*, 15 novembre 2010 consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm) (spec. pp. 10-11).

idonee a determinare l'applicazione dell'esenzione senza alcun ulteriore vaglio da parte dell'autorità stessa ovvero di altro organo giurisdizionale – della fattispecie di piani attestati *ex* Articolo 67 Legge Fallimentare, nonché dei casi in cui fosse stato espresso un giudizio negativo in merito alla continuità aziendale da parte del revisore della società in stato di crisi. Tale critica veniva mossa in quanto veniva rilevato come, nelle ipotesi menzionate, il giudizio circa la sussistenza di uno "stato di crisi" sarebbe stato rimesso esclusivamente ad una "valutazione privata" formulata da un soggetto che – sebbene vincolato da taluni doveri di fedeltà e indipendenza – non avrebbe potuto offrire un giudizio indipendente circa lo stato di crisi assimilabile a quello emesso da parte di una autorità giurisdizionale ovvero un'amministrazione indipendente<sup>(389)</sup>.

### 3. IL SECONDO DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE: LE MODIFICHE PROPOSTE ALLA DISCIPLINA DI CUI ALL'ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), REG. EMITTENTI

Nonostante le critiche mosse all'istituto del *whitewash* in relazione alla proposta di modifica del Regolamento Emittenti di cui al Primo Documento di

---

<sup>(389)</sup> Nei casi menzionati, difatti, il giudizio circa la sussistenza di uno stato di crisi sarebbe stato emesso nel contesto della definizione di uno strumento "privatistico" di soluzione della crisi negoziata con i creditori della società in crisi (*i.e.* nel contesto della negoziazione di un piano di risanamento *ex* Articolo 67 Legge Fallimentare) ovvero da parte di un terzo privato (*i.e.* non un organo giurisdizionale ovvero una autorità di vigilanza / controllo) con riguardo ad un concetto dai contorni non chiaramente definiti quale la "continuità aziendale" (*rectius*, l'assenza della continuità aziendale) (cfr. G. GUIZZI, *Osservazioni al documento di consultazione pubblica sulla proposta di revisione della regolamentazione in materia di OPA e OPS*, 15 novembre 2010, cit., pp. 10-11). In tali circostanze, a giudizio dell'Autore menzionato, risultando assente il vaglio da parte di un organismo pubblico, si sarebbe dovuto procedere ad una più cauta definizione dei presupposti idonei a consentire di beneficiare dell'ipotesi di esenzione dall'obbligo di offerta pubblica relativa alla sussistenza di uno stato di crisi dell'emittente. In senso contrario, si veda CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP, *Commenti al documento di consultazione "Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio"*, 15 novembre 2010, p. 7 consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm); a giudizio degli Autori di tale documento, difatti, il fatto "che i piani di risanamento non siano soggetti a vaglio dell'autorità giudiziaria non pare di fatto creare un rischio di abuso del suddetto strumento, posto che l'esenzione richiederebbe comunque che il piano sia reso noto al mercato" in quanto tale requisito disincentiverebbe "utilizzi strumentali di piani di risanamento "di comodo" al solo fine di evitare l'OPA obbligatoria".

Consultazione, la Consob – in sede di formulazione al mercato ed agli operatori di una seconda proposta di modifica del Regolamento Emittenti rinvenibile nel Secondo Documento di Consultazione – ritenne opportuno "confermare la scelta di fondo" in base alla quale veniva assegnato "un ruolo determinante al meccanismo del whitewash"<sup>(390)</sup> anche nel contesto della disciplina della ipotesi di esenzione in caso di operazioni di salvataggio di società in crisi.

Tale conclusione venne motivata sulla base del fatto che agli azionisti di minoranza (a giudizio della Consob) avrebbero dovuto vedersi assegnato "il diritto di opporsi ad operazioni che comportino la rinuncia all'OPA", nonché sulla base della considerazione che l'attribuzione di tale diritto ai soci appariva in ogni caso "preferibile all'intervento, con inevitabili profili di discrezionalità, da parte della Consob"<sup>(391)</sup>. In merito, accogliendo una proposta di modifica formulata con riferimento al Primo Documento di Consultazione<sup>(392)</sup>, fu introdotta una previsione aggiuntiva<sup>(393)</sup>, avente carattere integrativo del meccanismo esimente individuato, volta a prevedere che venisse fornita agli azionisti una informativa pre-assembleare dettagliata e completa in merito alla operatività ed agli effetti del meccanismo di *whitewash* e dell'efficacia

---

<sup>(390)</sup> Cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 18 febbraio 2011, cit., p. 13.

<sup>(391)</sup> Cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 18 febbraio 2011, cit., p. 13. La Consob – esprimendo tale giudizio – appare confermare la posizione secondo la quale l'intervento della stessa / l'assunzione di decisioni da parte della stessa nell'ambito di disciplina dell'o.p.a. avrebbe dovuto essere relegato a ipotesi circoscritte della disciplina stessa. Occorre rilevare come tale impostazione sembra risultare in contrasto con le scelte di politica normativa precedentemente adottate (si pensi ad esempio alla fattispecie di cui all'Articolo 106, comma 6°, Testo Unico della Finanza adottato in occasione della implementazione nell'ordinamento italiano Direttiva Comunitaria 2004/25/CE con il d.lgs. 17 novembre 2007, n. 229; si rinvia in merito al paragrafo che precede n. 3.3.5 di cui al Capitolo II).

<sup>(392)</sup> Cfr. in tal senso STUDIO LEGALE GALBIATI, SACCHI E ASSOCIATI, *Documento di consultazione 6 ottobre 2010 – "Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio". Osservazioni trasmesse dallo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati*, cit., pp. 22-23; si rimanda – per quanto attiene a tale aspetto – al paragrafo 2.1 che precede.

<sup>(393)</sup> Cfr. Articolo 49, comma 1°-ter di cui alla seconda proposta di modifica del Regolamento Emittenti di cui al Secondo Documento di Consultazione (oggi, nel Regolamento Emittenti vigente, Articolo 49, comma 3°). Su tale previsione si tornerà più in dettaglio nel successivo paragrafo 5.3.2 al quale si rinvia per un'analisi della stessa.

esimente dell'obbligo di offerta pubblica derivante dall'approvazione della relativa delibera<sup>(394)</sup>.

In senso contrario, fu deciso di non recepire la proposta di prevedere, con riguardo al meccanismo di *whitewash*, una soglia di blocco qualificata<sup>(395)(396)</sup>.

Per quanto attiene all'ipotesi di esenzione in caso di c.d. "*crisi oggettiva*" di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1 della proposta di modifica del Reg. Emittenti di cui al Primo Documento di Consultazione, fu ritenuto opportuno limitare ai soli casi in cui fosse sussistita "*la sottoscrizione di un aumento di capitale l'esenzione prevista per la fattispecie di "crisi conclamata" attestata da un giudizio negativo del revisore sulla continuità aziendale*"<sup>(397)</sup> e ciò in analogia "*a quanto era stato previsto per il caso di piano di*

---

<sup>(394)</sup> Venne altresì previsto in senso speculare – con riguardo all'ipotesi in cui gli azionisti sarebbero stati consultati tramite il meccanismo "*referendario*" individuato al comma 1°, lettera b), n. 3), ii) – che la medesima informativa fosse fornita da parte dell'organo amministrativo della società (unitamente alla scheda per la votazione e pubblicate sul sito internet della società).

<sup>(395)</sup> Si rimanda in merito a quanto riferito al paragrafo 2.1 che precede.

<sup>(396)</sup> Tale scelta venne criticata da parte di Confindustria nella propria relazione di commento alla seconda proposta di modifica del Regolamento Emittenti di cui al Secondo Documento di Consultazione in particolare sottolineando come "*l'ambito delle valutazioni discrezionali rimesse alla Commissione non può essere sostituito in toto dal whitewash, soprattutto nel caso delle esenzioni dove, come già evidenziato, vengono in rilievo interessi ulteriori rispetto a quelli delle minoranze e l'alternativa all'esenzione spesso non è altro che il default dell'emittente*" (cfr. CONFINDUSTRIA, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e revisione della regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio – Osservazioni di Confindustria al secondo documento di consultazione*, 15 marzo 2011, p. 6 consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2011/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2011/osservazioni.htm)); in senso conforme si veda anche CLEARY GOTTLIEB STEEN & HAMILTON LLP, *Commenti al secondo documento di consultazione "Recepimento della direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e revisione della regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio"*, 4 marzo 2011, p. 6 consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2011/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2011/osservazioni.htm). Sul punto, gli Autori di tale ultimo documento, ebbero modo di sottolineare correttamente come l'introduzione di un quorum avrebbe potuto temperare "*l'esigenza di fa salvo il meccanismo del "whitewash" (dal quale peraltro resterebbero comunque esclusi i voti dell'acquirente, del socio o dei soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza anche relativa) con l'esigenza di non frustrare eventuali iniziative di salvataggio con la rimessione della decisione circa l'esenzione nelle mani di un numero potenzialmente esiguo di soci "indipendenti"*".

<sup>(397)</sup> Cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 18 febbraio 2011 – Allegato 1 (*Nuove Disposizioni Regolamentari in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto*), pp. 75-76 consultabile presso

risanamento di cui all'articolo 67, comma 3, lettera d), del R.D. 16 marzo 1942, n. 267<sup>(398)</sup> in occasione del Primo Documento di Consultazione. Tale conclusione era stata raggiunta da parte della Consob sulla scorta della constatazione del fatto che – in entrambi i casi summenzionati – la valutazione circa la sussistenza delle relative situazioni di crisi risulta essere "demandata a soggetti terzi privati"<sup>(399)</sup>; circostanza, questa, che ha reso opportuno – a giudizio dell'autorità di controllo stessa – "prevedere la maggiore tutela per gli azionisti rappresentata dall'effettuazione di un'operazione di ricapitalizzazione della società"<sup>(400)(401)</sup>.

#### 4. LA DISCIPLINA DELL'ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO IN CASO DI OPERAZIONI DI SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN CRISI ADOTTATA CON LA DELIBERA CONSOB: BREVE PREMESSA IN MERITO ALLE DIVERSE CATEGORIE DI ESENZIONE PREVISTE ALL'ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), DEL REGOLAMENTO EMITTENTI

Dando seguito al processo di consultazione principiato con il Primo

---

[http://www.google.it/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=1&ved=0CDQqFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.consob.it%2Fdocumenti%2FRegolamentazione%2Favori\\_preparatori%2Fesiti\\_consultazione\\_emittenti\\_20110405.pdf&ei=55TKUpu3CsmnhAfVw4AQ&usg=AFQjCNF\\_tiu3ZosOcd1QicY915Ek oKnqcw&sig2=AM08JbYMqegOAp\\_jaUXKxg&bvm=bv.58187178,d.ZG4](http://www.google.it/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=1&ved=0CDQqFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.consob.it%2Fdocumenti%2FRegolamentazione%2Favori_preparatori%2Fesiti_consultazione_emittenti_20110405.pdf&ei=55TKUpu3CsmnhAfVw4AQ&usg=AFQjCNF_tiu3ZosOcd1QicY915Ek oKnqcw&sig2=AM08JbYMqegOAp_jaUXKxg&bvm=bv.58187178,d.ZG4)

<sup>(398)</sup> Cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 18 febbraio 2011 – Allegato 1 (*Nuove Disposizioni Regolamentari in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto*), cit., pp. 75-76.

<sup>(399)</sup> Cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 18 febbraio 2011 – Allegato 1 (*Nuove Disposizioni Regolamentari in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto*), cit., pp. 75-76. Si rinvia in merito a quanto richiamato al paragrafo n. 2.2 che precede.

<sup>(400)</sup> Cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 18 febbraio 2011 – Allegato 1 (*Nuove Disposizioni Regolamentari in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto*), cit., pp. 75-76.

<sup>(401)</sup> In senso conforme rispetto a tale scelta della Consob si veda STUDIO LEGALE GALBIATI, SACCHI E ASSOCIATI, *Secondo Documento di consultazione 18 febbraio 2011* – "Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio". *Osservazioni trasmesse dallo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati*, 4 marzo 2011, pp. 11-12 consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2011/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2011/osservazioni.htm).

Documento di Consultazione (e in seguito proseguito tramite la pubblicazione del Secondo Documento di Consultazione), la Consob giunse - con l'emanazione della Delibera Consob - a modificare profondamente<sup>(402)</sup>, sia sotto un piano strutturale che concettuale, la disciplina dell'ipotesi di esenzione relativa ad operazioni di salvataggio di società in "stato di crisi"<sup>(403)</sup>.

Sulla base di quanto richiamato in relazione alla prassi applicativa concernente la previgente disciplina<sup>(404)</sup>, nonché delle considerazioni sviluppate da parte Consob nel corso del processo di consultazione con il mercato e i relativi operatori anteriormente all'adozione della Delibera Consob<sup>(405)</sup>, pare di poter affermare che la finalità di tale riforma risieda, principalmente, nell'intento (i) di "modernizzare" la disciplina della summenzionata esenzione (rendendo la stessa più "aderente" alle concrete fattispecie di crisi finanziarie di emittenti quotati riscontrate sino ad allora nella prassi), (ii) di rendere gli elementi costitutivi della fattispecie maggiormente definiti e tendenzialmente non soggetti a interpretazioni discordanti, al fine "di dare maggiore certezza" ai soggetti interessati all'applicazione dell'esenzione<sup>(406)</sup>, di superare le difficoltà applicative riscontrate in corso di vigenza dalla precedente disciplina, e, infine, (iii) di rimettere - in ogni caso di crisi diverso da quelli specificamente identificati ai numeri 1) e 2) della lett. b) di cui all'Articolo 49

---

<sup>(402)</sup> Cfr. in senso conforme F. FAUCEGLIA, *Commento sub art. 106*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. FRATINI e G. GASPERINI, Tomo secondo, 2012, UTET, p. 1389 ss. (spec. p. 1409).

<sup>(403)</sup> Giova ricordare come la modifica dell'ipotesi di esenzione in oggetto conseguì da un mero intervento a livello regolamentare (intervenendo, più precisamente, novellando l'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Regolamento Emittenti), rimando immutata la disciplina codificata a livello legislativo all'Articolo 106, comma 5°, lett. a), del Testo Unico della Finanza.

<sup>(404)</sup> Si rimanda alle considerazioni di cui al Capitolo II che precede ed in particolare alla prassi applicativa dell'autorità di controllo con riguardo alla interpretazione degli elementi costitutivi della previgente fattispecie di esenzione richiamata ai paragrafi 3.1, 3.2 e 3.3.

<sup>(405)</sup> Si rimanda alle considerazioni di cui al presente Capitolo III, paragrafi 1, 2 e 3.

<sup>(406)</sup> Si veda in merito quanto riferito da parte della Consob in CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, Allegato N. 7, cit., p. 6 richiamato al paragrafo n. 1 che precede del presente Capitolo III; pare di poter ritenere in merito che la decisione della Consob sia stata adottata anche al fine di ridurre (se non addirittura eliminare) il margine discrezionale di interpretazione da parte dell'autorità di controllo stessa e, pertanto, la necessità degli interventi interpretativi della stessa.

del Reg. Emittenti – agli stessi soggetti il cui diritto di disinvestire il proprio investimento nell'emittente quotato dovrebbe essere subordinato all'esigenza di operare il salvataggio la decisione in merito alla convenienza di tale rinuncia rispetto alla prospettiva di implementazione di una operazione di salvataggio dell'emittente<sup>(407)</sup>.

#### 4.1 LA SCOMPOSIZIONE IN TRE DISTINTE FATTISPECIE DELLA ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO IN CASO DI OPERAZIONI DI SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN CRISI

Ai fini richiamati al precedente paragrafo, la nuova disciplina adottata con l'emanazione della Delibera Consob ha provveduto a definire tre diverse e distinte ipotesi di esenzione dall'obbligo di offerta pubblica in caso di salvataggio di un emittente in crisi<sup>(408)</sup>.

In particolare, le stesse possono essere classificate, fatti salvi i requisiti applicativi di cui si dirà più appresso<sup>(409)</sup>, nelle tre categorie di seguito elencate:

(a) operazioni compiute in presenza di una c.d. "*crisi oggettiva*"<sup>(410)</sup> la cui

---

<sup>(407)</sup> Cfr. in tal senso P. LUCANTONI, *Esenzioni dall'obbligo e offerte pubbliche di acquisto preventive*, in *Le Offerte Pubbliche di Acquisto* a cura di M. STELLA RICHTER JR, cit., p. 205.

<sup>(408)</sup> Cfr. V. LUPOLI, *L'esenzione da opa obbligatoria nelle operazioni di "salvataggio" di società quotate in crisi, i casi Gabetti, Risanamento e Omnia Network*, in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 134; D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1078; P. RAINELLI, *OPA obbligatoria: rassegna degli orientamenti Consob*, in *Giur. comm.*, 2011, p. 621 ss. (spec. pp. 649-650); F. FAUCEGLIA, *Commento sub art. 106*, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., pp. 1409-1410.

<sup>(409)</sup> Si rinvia in merito (i) al successivo paragrafo 5.1 per quanto attiene alla ipotesi di esenzione in caso di crisi oggettive, (ii) al successivo paragrafo 5.2 per quanto attiene alle ipotesi di esenzione in caso di sussistenza di un piano di risanamento ex Articolo 67 Legge Fallimentare, e (iii) al successivo paragrafo 5.3 per quanto attiene alla ipotesi di esenzione residuale applicabile a fattispecie di crisi non individuate al n. 2 ed al n. 3 di cui alla lettera b) del 1° comma di cui all'Articolo 49 Reg. Emittenti.

<sup>(410)</sup> Cfr. in tal senso V. LUPOLI, *L'esenzione da opa obbligatoria nelle operazioni di "salvataggio" di società quotate in crisi, i casi Gabetti, Risanamento e Omnia Network*, in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 134, D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1078, P. LUCANTONI, *Esenzioni dall'obbligo e offerte pubbliche di acquisto preventive*, in *Le Offerte Pubbliche di Acquisto* a cura di M. STELLA RICHTER JR, cit., pp. 204-205, R. COSTI, *Il Mercato Mobiliare*, Giappichelli

sussistenza sia "certificata" dalla pendenza di una delle procedure, ovvero dalla sussistenza di una delle circostanze, ivi identificate<sup>(411)(412)</sup>;

- (b) operazioni compiute in presenza di una crisi c.d. "extra-concorsuale"<sup>(413)</sup> ai fini della implementazione di un piano di risanamento *ex* Articolo 67, comma 3°, lett. d), della Legge Fallimentare<sup>(414)</sup>; e, infine,
- (c) operazioni eseguite in presenza di ipotesi di "crisi residuali"<sup>(415)</sup> ovvero "crisi non conclamate"<sup>(416)</sup> non ricadenti nel perimetro di applicazione delle ipotesi summenzionate *sub* par. (a) e (b) che precedono<sup>(417)</sup> – salvo, in ogni caso, il rispetto della procedura del *whitewash* ed il positivo soddisfacimento di tale requisito.

Prima di passare ad una ricognizione sommaria del dettato regolamentare di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti ed alla successiva analisi dei

---

Editore, Torino, 2013, p. 102 e F. MUCCIARELLI, *Esenzione dall'opa obbligatoria per salvataggio: le decisioni Consob*, cit., p. 561.

<sup>(411)</sup> Cfr. F. FAUCEGLIA, *Commento sub art. 106*, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., p. 1410.

<sup>(412)</sup> Il nuovo vigente Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1, del Regolamento Emittenti prevede che l'esenzione risulti applicabile – fatta salva la sussistenza degli ulteriori requisiti – nel caso in cui sussista una delle seguenti situazioni di crisi "(i) ammissione a una procedura concorsuale prevista dal R.D. n. 267 del 16 marzo 1942 o da altre leggi speciali; (ii) omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i debitori, ai sensi dell'articolo 182-bis del R.D. n. 267 del 16 marzo 1942, reso noto al mercato; (iii) richieste formulate da un'autorità di vigilanza prudenziale, nel caso di gravi perdite, al fine di prevenire il ricorso all'amministrazione straordinaria o alla liquidazione coatta amministrativa ai sensi del Testo unico, del decreto legislativo n. 385 del 1° settembre 1993, del decreto legislativo n. 209 del 7 settembre 2005"; per una prima ricognizione della fattispecie si rinvia al paragrafo 5.1 che segue.

<sup>(413)</sup> Cfr. in tal senso D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1078;

<sup>(414)</sup> Per una prima ricognizione della fattispecie si rinvia al paragrafo 5.2 che segue.

<sup>(415)</sup> Cfr. in tal senso F. FAUCEGLIA, *Commento sub art. 106*, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., p. 1410.

<sup>(416)</sup> Cfr. CONSOB, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio - Esiti della Seconda Consultazione*, 5 aprile 2011, p. 7 consultabile presso [http://www.cosnob.it/documenti/Regolamentazione//lavori\\_preparatori/esiti\\_consultazione\\_emittenti\\_20110405.pdf](http://www.cosnob.it/documenti/Regolamentazione//lavori_preparatori/esiti_consultazione_emittenti_20110405.pdf).

<sup>(417)</sup> Si fa nuovamente rinvio, in merito, al Capitolo II che precede ed in particolare ai paragrafi 3.1, 3.2 e 3.3.

presupposti oggettivi di applicazione e delle connesse problematiche applicative, si rileva quanto segue in merito alla scelta di politica legislativa (*rectius*, regolamentare) effettuata da parte della Consob.

Come si può notare da una prima lettura dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti (come novellato dalla Delibera Consob) l'autorità di controllo, rivisitando radicalmente tale ipotesi di esenzione dall'obbligo di offerta pubblica, ha principalmente tenuto conto delle pregressa esperienza applicativa<sup>(418)</sup> e delle relative difficoltà interpretative riscontrate.

A tal proposito, in particolare, si deve primariamente rimarcare come risulti evidente l'abbandono della scelta di politica legislativa precedentemente adottata di prevedere un'unica ipotesi di esenzione caratterizzata per essere strutturata tramite l'utilizzo di concetti e/o istituti giuridici aventi carattere generale ed astratto. In particolare, si rileva, al riguardo, come risulti essere stata superata la precedente scelta normativa di far riferimento ad un concetto esternamente vago quale lo "*stato di crisi*"<sup>(419)</sup> e rispetto al quale la Consob ebbe la necessità di emettere un proprio pronunciamento circa la sussistenza dello stesso con riguardo a numerosi casi concreti ai fini di confermare se l'esenzione dovesse ritenersi applicabile o meno.

In luogo di tale opzione normativa, l'autorità di controllo ha valutato essere un approccio più efficiente quello di operare una ricognizione (tendenzialmente tassativa<sup>(420)</sup>) delle ipotesi di stati di crisi riferibili ad emittenti quotati.

A tal proposito – in primo luogo – sono state identificate alcune fattispecie che, a giudizio dell'autorità di controllo, risultano essere sintomatiche in modo non

---

<sup>(418)</sup> Per una prima ricognizione della fattispecie si rinvia al paragrafo 5.3 che segue.

<sup>(419)</sup> Per quanto attiene alla nozione di "*stato di crisi*" previsto dalla previgente disposizione regolamentare ed alle difficoltà applicative che tale concetto aveva determinato, si rinvia al Capitolo II che precede ed in particolare al paragrafo 3.1.

<sup>(420)</sup> Una breccia rispetto al principio di tassatività (per quanto attiene a tale aspetto) definito dal n. 1 e dal n. 2 di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Regolamento Emittenti, deriva dalla previsione di cui al n. 3 dove viene fatto riferimento a tutte le ulteriori "*situazioni di crisi*" (non previste alle fattispecie che precedono) che risulteranno beneficiare dell'esenzione in caso di positivo superamento del test del *whitewash*; si rimanda in merito a quanto verrà riportato al paragrafo 5.3 che segue di cui al presente Capitolo III.

equivoco di uno "*stato di crisi*" di una società di capitali<sup>(421)</sup> ed in connessione alle quali è stato ritenuto opportuno non prevedere alcun altro requisito applicativo se non la sussistenza del "*rimedio*" a tale stato di crisi (declinando lo stesso, in ogni caso, in termini assai ampi)<sup>(422)</sup>.

In aggiunta alla ipotesi di esenzione summenzionata - in secondo luogo - è stato previsto altresì di dare rilevanza ad uno strumento di composizione delle crisi di impresa avente carattere precipuamente "*privatistico*" (*i.e.* lo strumento dei piani di risanamento di cui all'Articolo 67, comma 3°, lett. d), della Legge Fallimentare) - in quanto elemento risultante sintomatico, in via indicativa ma tuttavia non inequivoca, di uno stato di crisi dell'emittente - salvo prevedere, in connessione a tale seconda ipotesi di esenzione, la sussistenza di ulteriori e più stringenti requisiti di applicabilità<sup>(423)</sup> quale, in particolar modo, la sussistenza di uno specifico "*rimedio*" a tale stato di crisi (declinando lo stesso, in linea con la disciplina previgente, in modo assai stringente)<sup>(424)</sup>.

Infine, è stato previsto che, con riferimento a tutte le ulteriori eventuali ipotesi di situazioni di crisi non tassativamente previste dalla norma regolamentare (ai numeri 1 e 2 dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b) del Reg. Emittenti), trovi applicazione un meccanismo di selezione delle operazioni meritevoli di beneficiare dell'esenzione dell'obbligo di offerta pubblica totalitaria fondato sul giudizio espresso da parte degli

---

<sup>(421)</sup> Tali situazioni di "*crisi oggettive*" sono individuate in modo tassativo all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1) del Regolamento Emittenti.

<sup>(422)</sup> Si rimanda in merito a quanto verrà riportato al paragrafo 5.1 che segue di cui al presente Capitolo III. Si anticipa che - con riferimento ai casi di esenzione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), Reg. Emittenti - non risulta strettamente necessario porre in essere un aumento del capitale sociale teso a mettere a disposizione della società nuovi mezzi propri bensì qualsivoglia ulteriore intervento teso a iniettare nuovo *equity* nella stessa ovvero, in ogni caso, determinare un "*rafforzamento patrimoniale*" dello stesso.

<sup>(423)</sup> Volti ad evitare una strumentalizzazione della fattispecie in circostanze nelle quali la situazione di crisi ovvero il contegno del potenziale acquirente/socio di controllo non appaiano meritevoli di beneficiare dell'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto.

<sup>(424)</sup> Si veda in merito l'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 2) del Regolamento Emittenti.

azionisti di minoranza "*non interessati all'operazione*"<sup>(425)</sup> – e, pertanto, non collegati con il socio di controllo esistente ovvero con il socio di controllo potenzialmente subentrante – in merito all'operazione stessa.

#### 4.2 LA PREVISIONE DI CONDIZIONI DI APPLICABILITÀ SPECIFICHE CON RIFERIMENTO A CIASCUNA IPOTESI DI ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI OFFERTA

Un'ulteriore caratteristica che necessita di essere evidenziata in merito alla nuova ipotesi di esenzione (complessivamente intesa) che emerge da una prima lettura dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Regolamento Emittenti, appare essere l'individuazione di specifici presupposti applicativi in relazione a ciascuna specifica peculiare fattispecie di cui alla sopra richiamata previsione normativa.

Al riguardo, la Consob, discostandosi dalla precedente soluzione normativa e tenendo in debito conto l'ontologica eterogeneità delle ipotesi di esenzione previste nel novellato Articolo 49 del Regolamento Emittenti, ha provveduto a "*tarare*" le ulteriori condizioni di applicabilità sulla base del livello di oggettività dello "*stato di crisi*" concernente tali ipotesi di esenzione.

In particolare, laddove tale stato di crisi risulta essere "*certificato*" (a) dall'apertura di una procedura concorsuale, ovvero (b) dall'avvio di un processo di ristrutturazione dei debiti di fronte ad un organo giurisdizionale in conformità alle disposizioni di cui all'Articolo 182-*bis* della Legge Fallimentare, ovvero (c) dalla sussistenza di richieste formulate da parte di una autorità amministrativa indipendente, risultando pressoché nullo il rischio di un utilizzo fraudolento dell'esenzione in oggetto, l'unico ulteriore requisito che è stato configurato ai fini di poter beneficiare dell'esenzione è rappresentato da idonea evidenza circa il fatto che siano posti in essere atti ovvero operazioni idonee a determinare un rafforzamento

---

<sup>(425)</sup> Cfr. F. FAUCEGLIA, *Commento sub art. 106*, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., p. 1409 (spec. nt. 91).

patrimoniale dell'emittente<sup>(426)</sup>.

Nel caso in cui, viceversa, lo stato di crisi risulti essere palesato dalla mera sottoscrizione di un piano di risanamento *ex* Articolo 67, comma 3°, lett. d), della Legge Fallimentare – tenuto conto del fatto che tale strumento di composizione della crisi con i creditori dell'emittente ha una natura squisitamente privatistica<sup>(427)</sup> – l'autorità di controllo ha previsto condizioni di applicabilità ben più stringenti<sup>(428)</sup>.

Con riguardo alla ipotesi di applicazione residuale di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), Reg. Emittenti, che trova applicazione in relazione ad ogni ulteriore "*situazione di crisi*" diversa da quelle summenzionate, la Consob, sulla base della assunzione che il giudizio degli azionisti di minoranza sia stato risulti fondato su una appropriata valutazione dell'operazione<sup>(429)</sup> e risulti costituire, di per sé, un vaglio sufficiente per determinare se l'esenzione debba essere riconosciuta o meno<sup>(430)</sup>, ha ritenuto opportuno non prevedere ulteriori condizioni oggettive di applicabilità.

Infine, merita di essere richiamato, in proposito, il fatto per cui risulti *ictu oculi* evidente l'eliminazione (quanto meno formale<sup>(431)</sup>) di uno dei tre requisiti di

---

<sup>(426)</sup> Come si vedrà più in dettaglio al successivo paragrafo 5.1 non risulta pertanto più necessario che sia sottoscritto uno specifico piano di ristrutturazione del debito ovvero che il rafforzamento patrimoniale dell'emittente avvenga per via di un aumento del capitale sociale dello stesso – potendo, viceversa, consistere in qualsivoglia "*intervento di rafforzamento patrimoniale*".

<sup>(427)</sup> E, pertanto, non essendo soggetto al vaglio di un organo giurisdizionale ovvero di un autorità indipendente, potrebbe (teoricamente) prestarsi ad un utilizzo (fraudolento) preordinato al mero fine di beneficiare dell'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto.

<sup>(428)</sup> Si rimanda in merito a quanto verrà riportato al paragrafo 5.3 che segue di cui al presente Capitolo III.

<sup>(429)</sup> Ai fini di assicurare che la decisione dei soci di minoranza sia assunta sulla base di adeguate informazioni nella versione del Regolamento Emittenti novallato ai sensi della Delibera Consob si è provveduto ad introdurre un apposito meccanismo informativo tramite la previsione della norma di cui al comma 3° dell'Articolo 49 del Regolamento Emittenti.

<sup>(430)</sup> Tale impostazione viene ritenuta a giudizio dello scrivente non corretta; si rimanda in merito a quanto verrà riportato al paragrafo 5.3 che segue di cui al presente Capitolo III.

<sup>(431)</sup> Si anticipa in merito a questo specifico aspetto della disciplina che l'eliminazione dell'elemento costitutivo della fattispecie rappresentato dal piano di ristrutturazione precedentemente previsto dalla disciplina regolamentare risulti essere stata per lo più formale e che – viceversa – tale requisito (implicitamente) continui a costituire un elemento sostanziale (nei termini che verranno

applicazione previsti con riferimento alla precedente previsione regolamentare e con riferimento al quale maggiormente erano emerse interpretazioni controverse in corso di vigenza della precedente disciplina<sup>(432)</sup>: l'esistenza di un piano di ristrutturazione del debito<sup>(433)</sup>.

Alla luce di quanto sopra detto, risulta, pertanto evidente, come si sia voluto condizionare l'applicabilità dell'esenzione ad un livello crescente (e più stringente) di condizioni e, ciò, in misura inversamente proporzionale rispetto al livello di oggettività dello stato di crisi dell'emittente rispetto al quale sia posta in essere una operazione di salvataggio<sup>(434)</sup>. Tale impostazione presenta il pregio, da un lato, di rendere più semplice, da un punto di vista operativo, l'implementazione di operazioni di salvataggio con riferimento a ipotesi di crisi dell'emittente che risultino "conclamate" e, dall'altro, di sottoporre ad un vaglio più stringente e rigoroso quelle operazioni per cui lo stato di crisi risulti essere testimoniato da circostanze meno inequivocabilmente sintomatiche dello stesso<sup>(435)</sup>.

#### 4.3 IL RECEPIMENTO NEL SISTEMA DI DISCIPLINA DELL'ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI O.P.A. IN CASO DI OPERAZIONI DI SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN CRISI DI ISTITUTI INTRODOTTI MEDIO TEMPORE NELL'AMBITO DELLA DISCIPLINA FALLIMENTARE, NONCHÉ DI ISTITUTI PRECEDENTEMENTE ADOTTATI NELL'ORDINAMENTO GIURIDICO ITALIANO IN ALTRI AMBITI DI DISCIPLINA

Merita inoltre di essere segnalato come, nel novellare l'Articolo 49 del Reg.

---

riportati nei paragrafi che seguono) di talune fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1, lett. b), Reg. Emittenti.

<sup>(432)</sup> Cfr. paragrafo 3.3 di cui al Capitolo II che precede.

<sup>(433)</sup> Cfr. F. FAUCEGLIA, *Commento sub art. 106*, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., p. 1409.

<sup>(434)</sup> Si veda, in senso conforme alla interpretazione qui proposta, D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1078.

<sup>(435)</sup> Cfr. D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1080.

Emittenti, la Consob abbia provveduto a recepire in seno alla fattispecie qui oggetto di analisi istituti giuridici introdotti *medio tempore* nell'ambito della disciplina fallimentare<sup>(436)</sup>, nonché di un istituto di derivazione anglosassone (già precedentemente comparso nell'ambito della disciplina societaria) finalizzato a rimettere agli *independent shareholders* talune decisioni relative alla vita dell'emittente; in particolare, la stessa autorità di controllo, ha tenuto conto degli strumenti *extra-concorsuali* di composizione delle crisi di impresa introdotti *medio tempore* nell'ambito della disciplina fallimentare, finalizzati al risanamento dell'impresa piuttosto che alla liquidazione della stessa<sup>(437)(438)</sup>, nonché del meccanismo del *whitewash* introdotto per la prima volta nel nostro ordinamento con riferimento alla disciplina delle operazioni con parti correlate (in attuazione dell'Articolo 2391-*bis* del Codice Civile)<sup>(439)</sup>.

Con riferimento agli strumenti di composizione *extra-concorsuale* delle crisi d'impresa introdotti nell'ambito della Legge Fallimentare nel corso del tempo, si rileva come l'autorità di controllo abbia conferito a due di tali istituti<sup>(440)</sup> – tra le quattro fattispecie di esenzione tassativamente individuate<sup>(441)(442)</sup> – dignità di ipotesi

---

<sup>(436)</sup> Evidentemente in considerazione (a) della stretta afferenza esistente tra tali istituti e l'ipotesi di esenzione in caso di salvataggio di società in crisi, nonché (b) dell'opportunità di "*utilizzare*" gli stessi a fini definitivi della fattispecie di esenzione.

<sup>(437)</sup> In merito si segnala come la Consob ebbe già modo di provvedere a "*riconoscere*" la rilevanza di tali strumenti con riguardo alla disciplina dell'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica in caso di sussistenza di una operazione tesa al salvataggio di un emittente in stato di crisi; in merito si rinvia all'analisi proposta da parte della Consob nella propria Comunicazione Consob n. DEM/9101538 del 4 dicembre 2009 di cui si è dato atto al paragrafo 3.3.6 di cui al Capitolo II che precede nonché alla valutazione di tale analisi contenuta in tale summenzionato paragrafo.

<sup>(438)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/11044953 del 19 maggio 2011.

<sup>(439)</sup> In merito alla disciplina sulle operazioni con parti correlate si fa rinvio a P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2011, p. 319 ss. e M. STELLA RICHTER JR, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 64 ss.

<sup>(440)</sup> Ci si riferisce agli accordi di ristrutturazione del debito di cui all'Articolo 182-*bis* della Legge Fallimentare ed agli accordi di risanamento asseverati da un esperto indipendente di cui all'Articolo 67, comma 3°, lett. d), della Legge Fallimentare.

<sup>(441)</sup> Si fa riferimento alle tre ipotesi di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1 ed alla fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 2 del Regolamento Emittenti.

idonee a comprovare presuntivamente (con un grado diverso di certezza) lo stato di crisi di un emittente.

Per quanto attiene al meccanismo del *whitewash*<sup>(443)</sup> appare opportuno preliminarmente ricordare come tale istituto sia stato introdotto con riferimento a diversi ulteriori ambiti della disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto<sup>(444)</sup>. Si ritiene che l'adozione in tale ambito di disciplina del meccanismo suddetto risieda nell'intenzione di voler aumentare il coinvolgimento degli azionisti di minoranza<sup>(445)</sup> probabilmente, con riferimento alle fattispecie di esenzione dell'obbligo di o.p.a., in forza del convincimento del fatto che la minoranza azionaria di un emittente sia il "soggetto" astrattamente più legittimato (nonché più idoneo) a valutare se – nella contrapposizione di interessi sussistente in tali circostanze – risulti più "conveniente"<sup>(446)</sup> salvaguardare il proprio diritto di *exit* all'occorrenza di un cambio di controllo societario (e, pertanto, determinare il consolidamento dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria) ovvero rinunciare a tale diritto nel convincimento che l'operazione di salvataggio, laddove portata a termine, possa costituire (in termini di, *inter alia*, incremento della valutazione della partecipazione azionaria detenuta nonché possibilità di vedersi riconosciuti possibili utili futuri) la migliore forma di

---

<sup>(442)</sup> Le ulteriori due fattispecie (che saranno oggetto di analisi nel successivo paragrafo 5.1) sono rappresentate dalla sussistenza di una procedura concorsuale e dalla sussistenza di richieste formulate da parte di una autorità di vigilanza prudenziale.

<sup>(443)</sup> Meccanismo che, merita sin da subito di essere rilevato, assume una importanza tutt'altro che marginale nell'ambito della disciplina dell'esenzione relativa ad operazioni di salvataggio di società in crisi atteso che – in caso di applicazione dello stesso – qualsivoglia ulteriore ipotesi di crisi d'impresa e operazione di salvataggio posta in essere in connessione alla stessa risulta essere astrattamente idonea a beneficiare di una esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto (senza ulteriori vagli di meritevolezza da parte di ulteriori – terzi – organi o soggetti/enti ovvero l'avveramento/soddisfacimento di ulteriori condizioni oggettive di applicabilità).

<sup>(444)</sup> Cfr. in senso conforme P. RAINELLI, *OPA obbligatoria: rassegna degli orientamenti Consob*, cit., p. 650.

<sup>(445)</sup> Si fa riferimento all'Articolo 44-*bis* (relativo al regime azioni proprie) ed all'Articolo 49, comma 1°, lett. g) (relativo all'esenzione dall'obbligo di o.p.a. in caso di operazioni di fusione / scissione) di cui al Regolamento Emittenti.

<sup>(446)</sup> Cfr. in tali termini V. LUPOLI, *L'esenzione da opa obbligatoria nelle operazioni di "salvataggio" di società quotate in crisi, i casi Gabetti, Risanamento e Omnia Network*, in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 136.

tutela del proprio investimento<sup>(447)</sup>.

#### 4.4 CONFERMA DEL MECCANISMO DI OPERATIVITÀ DELL'ESENZIONE

Si rileva, da ultimo, come sia stato confermato il regime di operatività dell'esenzione in oggetto. In particolare, la stessa (come confermato anche da parte dell'autorità di controllo<sup>(448)</sup>) troverà applicazione – nel caso in cui risultino sussistenti tutti i relativi requisiti applicativi – in via "automatica", non risultando necessario alcun provvedimento preliminare *ad hoc* da parte dell'autorità di controllo. Si segnala, in merito, come in ogni caso risulti costituire prassi consolidata di mercato – in connessione alla strutturazione/implementazione di operazioni di ristrutturazione dei debiti di società quotate – proporre alla Consob un quesito formale in cui richiamare sommariamente la struttura della relativa operazione che si intende porre in essere nonché la richiesta di confermare l'applicabilità dell'esenzione alla stessa<sup>(449)(450)</sup>.

---

<sup>(447)</sup> Cfr. in senso tendenzialmente assimilabile P. RAINELLI, *OPA obbligatoria: rassegna degli orientamenti Consob*, cit., p. 650.

<sup>(448)</sup> Cfr. CONSOB, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio - Esiti della Seconda Consultazione*, 5 aprile 2011, cit., p. 7.

<sup>(449)</sup> Cfr. in senso conforme D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1078 (spec. nt. 15).

<sup>(450)</sup> Il quesito rivolto alla Consob potrà essere proposto con anticipo rispetto alla sottoscrizione della documentazione disciplinante l'operazione di ristrutturazione/salvataggio ovvero – nel caso in cui (come ordinariamente è dato riscontrare) le tempistiche non consentano di attendere l'ottenimento di un riscontro formale da parte dell'autorità di controllo prima di tale momento – la risposta favorevole in merito alla richiesta di conferma circa l'applicabilità dell'esenzione potrà essere qualificata come condizione sospensiva dell'efficacia del negozio posto in essere tra le parti. Si segnala in proposito come – con riferimento alla fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), paragrafo (ii), del Regolamento Emittenti – la prassi appaia confermare la tendenza (prudenziale) da parte dell'autorità di controllo a fornire un proprio riscontro solo successivamente (se dal caso) all'omologazione da parte del Tribunale competente dall'accordo di ristrutturazione dei debiti depositato dalle relative parti.

## 5. LE IPOTESI DI ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO IN CASO DI SUSSISTENZA DI UN'OPERAZIONE DI SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN STATO DI CRISI: BREVE PREMESSA

Nei paragrafi che seguono, verrà offerta una analisi puntuale delle nuove fattispecie di esenzione "oggettiva", "extra-concorsuale" e "residuale" di cui, rispettivamente ai numeri 1), 2) e 3) dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti, con enucleazione ed esame dei relativi presupposti oggettivi di applicazione, le modifiche apportate rispetto alla disciplina preesistente e, nei limiti in cui risulti rilevante, l'eventuale parziale/residuale applicabilità del *corpus* interpretativo elaborato da parte dell'autorità di controllo con riguardo ai requisiti applicativi previsti dalla disciplina regolamentare di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), Reg. Emittenti in merito alla fattispecie di esenzione relativa al caso di salvataggio di società in crisi anteriormente all'adozione della Delibera Consob.

### 5.1 ESENZIONE EX ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), N. 1), REG. EMITTENTI IN CASO DI SUSSISTENZA DI "OPERAZIONI DI SALVATAGGIO" COMPIUTE IN CONNESSIONE AD UNA DELLE FATTISPECIE DI C.D. "CRISI OGGETTIVA"

#### 5.1.1 Descrizione generale della fattispecie - La tipizzazione dei casi "oggettivi" di crisi

Come si è avuto modo di accennare<sup>(451)</sup>, la prima fattispecie di esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), paragrafo (i), del Reg. Emittenti è stata definita con il riferimento ad una serie di procedure giudiziali, ovvero altre circostanze - tra le stesse eterogenee<sup>(452)</sup>, inequivocabilmente sintomatiche della sussistenza di uno stato di crisi di un emittente quotato.

---

<sup>(451)</sup> Si veda il paragrafo 4.1 che precede di cui al presente Capitolo III.

<sup>(452)</sup> Cfr. in senso conforme P. LUCANTONI, *Esenzioni dall'obbligo e offerte pubbliche di acquisto preventive*, in *Le Offerte Pubbliche di Acquisto* a cura di M. STELLA RICHTER JR, cit., p. 205.

Risultando la diagnosi circa la sussistenza di tale stato di crisi fondato su elementi oggettivi ed evidenze documentali immediatamente riscontrabili, sia l'autorità di controllo<sup>(453)</sup>, sia la dottrina<sup>(454)</sup> hanno correttamente parlato di stati di crisi aventi una natura "oggettiva".

In dettaglio, l'autorità di controllo ha giudicato che un tale stato di crisi oggettivo sussiste, in via alternativa, esclusivamente in presenza di ciascuna delle seguenti circostanze: (i) l'emittente sia stato ammesso ad una procedura concorsuale prevista dalla Legge Fallimentare<sup>(455)</sup>; (ii) ricorra la omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti, ai sensi dell'Articolo 182-*bis* della Legge Fallimentare, di cui l'emittente sia parte<sup>(456)</sup>; (iii) nei confronti dell'emittente (nella misura in cui lo stesso sia sottoposto a vigilanza prudenziale) siano state formulate, nel caso di gravi perdite, richieste da parte di un'autorità di vigilanza prudenziale al fine di prevenire il ricorso all'amministrazione straordinaria o alla liquidazione coatta amministrativa, ai sensi del Testo Unico della Finanza, del decreto legislativo n. 385 del 1° settembre 1993 ovvero del decreto legislativo n. 209 del 7 settembre 2005<sup>(457)</sup>.

Laddove sussista una delle circostanze summenzionate, qualsivoglia operazione che determini un mutamento degli assetti di controllo dell'emittente, rilevante ai fini dell'Articolo 106 di cui al Testo Unico della Finanza, non determinerà il consolidamento di un obbligo di offerta pubblica di acquisto, in quanto esente ai sensi della disposizione regolamentare oggetto di analisi; ciò nella misura in cui l'acquisto della partecipazione di controllo avvenga "in presenza"<sup>(458)</sup> di una ricapitalizzazione della società, ovvero "altro intervento di rafforzamento patrimoniale"

---

<sup>(453)</sup> In tali termini si esprime la stessa autorità di controllo in CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, cit., p. 7.

<sup>(454)</sup> Si faccia riferimento a quanto richiamato in nt. 407 che precede.

<sup>(455)</sup> Cfr. Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), paragrafo (i), Reg. Emittenti.

<sup>(456)</sup> Cfr. Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), paragrafo (ii), Reg. Emittenti.

<sup>(457)</sup> Cfr. Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), paragrafo (iii), Reg. Emittenti.

<sup>(458)</sup> Su tale elemento oggettivo di applicazione della fattispecie si tornerà in modo più analitico al successivo paragrafo 5.1.6.

della stessa<sup>(459)</sup>.

Ai sensi delle disposizioni vigenti, pertanto, gli unici (due) presupposti oggettivi di applicazione a cui consegue l'automatica applicazione dell'esenzione – laddove questi ultimi risultino riscontrati con riguardo ad una concreta operazione di salvataggio – risultano essere: (a) la sussistenza (in via alternativa) di una delle tre situazioni di crisi tassativamente indicate all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), e (b) il fatto che l'acquisto che determina il superamento della soglia rilevante ai fini o.p.a. sia posto in essere "*in presenza*" di un intervento (latamente inteso) di "*rafforzamento patrimoniale*" dell'emittente.

Con riferimento a quanto sopra richiamato, occorre preliminarmente rilevare come l'impostazione adottata da parte della Consob per definire questa specifica fattispecie di esenzione risulti diametralmente opposta rispetto alla pregressa opzione normativa (fatta propria da parte dell'autorità di controllo nella sua veste "*legislatore delegato*" nell'Articolo 49 del Regolamento Emittenti vigente anteriormente alla Delibera Consob) fondata sull'utilizzo di una accezione della nozione di crisi avente carattere generale ed a-tecnico<sup>(460)</sup>.

Si ritiene in proposito che, per quanto attiene specificamente a questa fattispecie di esenzione ed a tale requisito applicativo (*i.e.* la "*situazione di crisi*"), ciò abbia indubbiamente contribuito – in linea con le intenzioni esplicitamente dichiarate da parte della Consob in avvio del processo di revisione della disciplina regolamentare delle esenzioni<sup>(461)</sup> – ad offrire un maggiore livello di certezza con riguardo a tale presupposto applicativo dell'esenzione.

#### 5.1.2 **Ambito oggettivo di applicazione. Le situazioni di crisi oggettive individuate dall'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1): l'ammissione ad una**

---

<sup>(459)</sup> Cfr. Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), paragrafo (iii), Reg. Emittenti.

<sup>(460)</sup> Si rinvia in merito al paragrafo 3.1 di cui al Capitolo II che precede.

<sup>(461)</sup> Cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, Allegato N. 7, cit., p. 6. Per quanto attiene alle difficoltà applicative riscontrate in corso di vigenza della precedente disciplina, si fa rinvio a quanto richiamato al Capitolo II che precede.

**procedura concorsuale, di cui alla Legge Fallimentare, ovvero disciplinata da leggi speciali di cui al paragrafo (i)**

Prendendo le mosse dalla prima fattispecie di cui al paragrafo (i) della norma in oggetto (sintomatica, per certo, della ipotesi di crisi più grave tra quelle identificate alla lettera b) dell'Articolo 49 del Reg. Emittenti) si rileva come la stessa costituisca una "*disposizione dinamica*", essendo la stessa definita tramite un rimando legislativo a (i) tutte le ipotesi di procedure concorsuali previste ai sensi della Legge Fallimentare, nonché (ii) a tutte le ipotesi di procedure concorsuali di cui alle altre leggi speciali che, di volta in volta, dovessero disciplinare una tale procedura nell'ambito dell'ordinamento giuridico italiano. Il perimetro applicativo della fattispecie costituisce pertanto una "*variabile dipendente*" i cui contorni dovranno essere di volta in volta definiti sulla base delle specifiche ipotesi di procedure concorsuali previste dalla Legge Fallimentare (come di volta in volta emendata ovvero integrata), ovvero da qualsivoglia altra legge (ovvero fonte del diritto di rango equiparabile) emanata successivamente alla adozione della Delibera Consob.

Per quanto concerne la prima macro categoria, la ricognizione delle procedure concorsuali esistenti risulta agevole in quanto l'indagine è limitata alla Legge Fallimentare che disciplina la procedura concorsuale del fallimento<sup>(462)</sup>, la procedura concorsuale del concordato preventivo<sup>(463)</sup>, la procedura concorsuale della

---

<sup>(462)</sup> L'istituto del fallimento è disciplinato dal Titolo II della Legge Fallimentare agli Artt. 5-159; in merito si rimanda, *ex pluribus*, a C. CAVALLINI (a cura di), *Commentario alla legge fallimentare*, Artt. 1-63, Egea, Milano, 2010, C. CAVALLINI (a cura di), *Commentario alla legge fallimentare*, Artt. 64-123, Egea, Milano, 2010, C. CAVALLINI (a cura di), *Commentario alla legge fallimentare*, Artt. 124-215, Egea, Milano, 2010.

<sup>(463)</sup> L'istituto del concordato preventivo è disciplinato dal Titolo III della Legge Fallimentare agli Artt. 160-186-bis; in merito si rimanda, *ex pluribus*, a C. CAVALLINI (a cura di), *Commentario alla legge fallimentare*, Artt. 124-215, cit., pp. 345 ss. nonché a D. FINARDI, *Le modifiche al regime di voto nel concordato preventivo: riflessioni sul D.L. n. 83/2012 convertito con modifiche nella L. n. 134/2012*, in *Fallimento*, n. 11, 2013, p. 1407 ss., G. LO CASCIO, *Il concordato preventivo nel quadro degli istituti di risanamento*, in *Fallimento*, n. 2, 2012, p. 137 ss., G. LO CASCIO, *Concordato preventivo: incerti profili interpretativi*, in *Fallimento*, n. 1, 2012, p. 5 ss. Con riguardo a tale specifica procedura si specifica come si ritiene che la procedura concordataria (a fini di poter beneficiare dell'esenzione) possa essere avviata anche ai sensi dell'Articolo 161, comma 6°, della Legge Fallimentare (risultando, in ogni caso, che la

liquidazione coatta amministrativa<sup>(464)</sup>, e l'amministrazione controllata<sup>(465)</sup>.

Per quanto attiene alle ulteriori procedure concorsuali disciplinate da parte di "altre leggi speciali" si rileva come, al momento in cui si scrive, le procedure concorsuali disciplinate al di fuori dell'ambito della Legge Fallimentare risultano essere esclusivamente le seguenti: (a) l'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza<sup>(466)</sup>, e (b) l'amministrazione straordinaria speciale<sup>(467)</sup>.

La fattispecie di esenzione di cui al paragrafo (i) dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), Reg. Emittenti troverà pertanto applicazione – salva la sussistenza degli altri requisiti applicativi della fattispecie (*rectius*, dell'unico altro requisito applicativo della stessa) – esclusivamente nel caso in cui l'emittente in stato di crisi sia ammesso ad una delle procedure concorsuali sopra menzionate.

Si ritiene che – ai fini dell'applicabilità dell'esenzione – la relativa procedura concorsuale dovrà già essere stata formalmente instaurata nei confronti dell'emittente in stato di crisi; a titolo esemplificativo, con riferimento alla fattispecie del fallimento di cui agli Artt. 5-159 della Legge Fallimentare, risulterà necessario che una sentenza dichiarativa di fallimento sia già stata pronunciata da parte del tribunale competente con riguardo al relativo emittente<sup>(468)</sup> e che le relative formalità pubblicitarie siano state espletate<sup>(469)</sup>. In favore di tale conclusione depongono

---

procedura sia dichiarata aperta ex Articolo 163 Legge Fallimentare e, conseguentemente, l'emittente ammesso alla stessa).

<sup>(464)</sup> L'istituto della liquidazione coatta amministrativa è disciplinato dal Titolo V della Legge Fallimentare agli Artt. 194-215 in merito si rimanda, *ex pluribus*, a C. CAVALLINI (a cura di), *Commentario alla legge fallimentare*, Artt. 124-215, cit., pp. 889 ss.

<sup>(465)</sup> Tale procedura concorsuale – precedentemente regolata dagli Artt. 187-193 della Legge Fallimentare ed abrogata con D. Lgs. 5/2006 – è stata reintrodotta con il D.L. 84/2012.

<sup>(466)</sup> L'istituto dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza (inizialmente introdotto nel nostro ordinamento nel 1979 dalla c.d. "Legge Prodi" – L. 95 del 3 aprile 1979) è oggi disciplinato dal D. Lgs. 270/99 (come di volta in volta modificato/integrato).

<sup>(467)</sup> L'istituto dell'amministrazione straordinaria speciale (inizialmente introdotto nel nostro ordinamento nel 2003 al fine di favorire la ripresa di imprese "rilevanti") è disciplinato dal c.d. "Decreto Marzano" – D.L. 23 dicembre 2003, n. 347 (come di volta in volta modificato/integrato).

<sup>(468)</sup> Cfr. Articolo 16 della Legge Fallimentare.

<sup>(469)</sup> Cfr. Articolo 17 della Legge Fallimentare.

principalmente tre argomenti: uno testuale, uno sistematico ed uno storico.

In primo luogo si rileva, da un punto di vista testuale, come la disposizione regolamentare, in maniera non equivoca, deponga in favore di una tale interpretazione facendo esplicito riferimento alla (già avvenuta) "*ammissione a una procedura concorsuale*" ai fini di definire i contorni applicativi di tale specifica ipotesi di esenzione.

In secondo luogo, sotto un profilo di valutazione sistematica della disciplina regolamentare<sup>(470)</sup>, non si vede come la mera possibilità della instaurazione di una procedura concorsuale<sup>(471)</sup> attestata dall'esecuzione di atti propedeutici all'avvio di una tale procedura possa assurgere a indice sufficiente ad attestare adeguatamente, univocamente ed in via incontrovertibile la sussistenza di uno stato (grave) di crisi che legittimi una compressione del diritto di *exit* degli azionisti di minoranza.

Depone nel senso sopra proposto, da ultimo, l'analisi storica dei casi esaminati da parte della Consob in corso di vigenza della previgente disciplina regolamentare (che, tra l'altro, risultava essere decisamente più stringente per quanto attiene agli altri requisiti applicativi<sup>(472)</sup>) in relazione ai quali la sussistenza di uno stato di crisi venne riscontrata in relazione ad un "*procedimento [concorsuale] in corso*" ovvero alla "*intervento omologa [...] della [...] proposta di concordato preventivo*" e non già in relazione al mero avvio (non formalmente instaurato) di una procedura concorsuale<sup>(473)</sup>.

---

<sup>(470)</sup> Si rinvia a quanto menzionato al paragrafo 5.1.1 di cui al presente Capitolo III che precede in merito alla oggettività e gravità degli stati di crisi tassativamente individuati all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1, del Regolamento Emittenti.

<sup>(471)</sup> Riprendendo l'esempio menzionato dell'ipotesi fallimentare, si può pensare – a tal proposito – ad una fase propedeutica dell'ammissione alla procedura concorsuale del fallimento rappresentata dalla presentazione da parte di uno dei creditori della domanda di fallimento presso il tribunale competente.

<sup>(472)</sup> E, pertanto, astrattamente interpretabile in maniera più "*flessibile*" per quanto attiene all'elemento costitutivo rappresentato dallo stato di crisi.

<sup>(473)</sup> Si rinvia in merito all'analisi del *corpus* interpretativo da parte della Consob sul punto a quanto riferito al paragrafo 3.1.3 di cui al Capitolo II che precede; si rinvia in particolare al c.d. caso Socotherm ed al c.d. caso Risanamento di cui, rispettivamente, alla Comunicazione Consob n. DEM/10093538 dell'11 novembre 2010 (che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 905 ss.) e alla Comunicazione Consob n. DEM/11002120 del 13 gennaio 2011 (che si legge in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 913 ss.).

Merita da ultimo essere rilevato, con riguardo alla fattispecie in oggetto, quanto segue con riferimento al profilo strutturale della fattispecie. Come richiamato, la stessa non prevede più formalmente – tra i propri elementi costitutivi – la presenza di un piano di ristrutturazione del debito che, come noto, aveva rappresentato una condizione di applicabilità dal perimetro applicativo incerto e rispetto al quale le diverse interpretazioni proposte non risultarono essere coincidenti<sup>(474)</sup>. In merito, la dottrina (che sino ad oggi ha avuto modo di commentare la normativa oggetto di analisi nel presente lavoro) appare essere univoca nel ritenere che tale requisito sia stato definitivamente espunto dalla disciplina di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti (e, in particolare, dalla disposizione di cui al n. 1) di tale previsione regolamentare)<sup>(475)</sup>. Ci si chiede tuttavia se – tenuto conto del fatto che, per quanto attiene alla fattispecie di cui al par. (i), non si vede come la situazione di crisi (determinata dall'insolvenza dell'emittente) possa essere superata se non tramite un intervento sull'indebitamento dello stesso (da disciplinarsi tramite la sottoscrizione di un piano di ristrutturazione del debito) e, per quanto attiene alla fattispecie di cui al par. (ii), viceversa, l'esistenza di un piano di risanamento risulta essere il presupposto fondante dell'esenzione – possa in ogni caso sussistere da parte della Consob (ai fini della tutela degli azionisti di minoranza in relazione ad operazioni di salvataggio peculiari) un residuo margine di discrezionalità in merito alla valutazione di tale elemento essenziale della fattispecie<sup>(476)</sup>.

**5.1.3 (Segue). Ambito oggettivo di applicazione. Le situazioni di crisi oggettive individuate dall'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1): l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti ex Articolo 182-bis della Legge Fallimentare di cui al paragrafo (ii)**

---

<sup>(474)</sup> Si rinvia in merito al paragrafo 3.3 di cui al Capitolo II che precede.

<sup>(475)</sup> Cfr. V. LUPOLI, *L'esenzione da opa obbligatoria nelle operazioni di "salvataggio" di società quotate in crisi, i casi Gabetti, Risanamento e Omnia Network*, in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 135; D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1080; F. FAUCEGLIA, *Commento sub art. 106*, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., pp. 1409.

<sup>(476)</sup> In ogni caso, tenuto conto del fatto che tutte le ipotesi di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), del Regolamento Emittenti.

Con l'introduzione della fattispecie di cui al paragrafo (ii) dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), Reg. Emittenti, l'autorità di controllo – prendendo definitivamente e formalmente atto della rilevanza assunta dalla fattispecie degli accordi di ristrutturazione dei debiti *ex* Articolo 182-bis della Legge Fallimentare in ambito di composizione *extra-concorsuale* delle crisi d'impresa / stati di insolvenza<sup>(477)</sup> – ha avuto modo di conferire dignità di autonoma ipotesi di stato di crisi a tale fattispecie<sup>(478)</sup>. In linea con l'impianto complessivo disegnato dalla macro fattispecie di cui al paragrafo n. 1) dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), Reg. Emittenti, la Consob ha inequivocabilmente ancorato la rilevanza della ipotesi di cui al *sub*-paragrafo (ii) non già (a) al momento in cui le trattative per la sottoscrizione di un accordo di ristrutturazione dei debiti siano avviate tra le relative parti<sup>(479)</sup>, (b) al momento in cui tale accordo sia stato sottoscritto, (c) al momento in cui tale accordo sia depositato presso il competente tribunale, ovvero (d) al momento in cui l'accordo di ristrutturazione dei debiti sia depositato presso il competente registro delle

---

<sup>(477)</sup> In merito si richiama come la stessa Consob – anteriormente alla adozione della Delibera Consob – ebbe modo di rilevare come *"la figura degli accordi di ristrutturazione del debito ex art. 182-bis L.F."* risultasse essere *"letteralmente coincidente"* con l'allora vigente fattispecie prevista dall'Articolo 49 del Regolamento Emittenti (cfr. Comunicazione Consob n. DEM/9101538 del 4 dicembre 2009); si rinvia in merito al paragrafo 3.3.6 di cui al Capitolo II che precede.

<sup>(478)</sup> In merito all'istituto dell'accordo di ristrutturazione dei debiti si rinvia a, *inter alios*, S. AMBROSINI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti e finanziamenti alle imprese in crisi*, Zanichelli Editore, Bologna, 2012, U. MOLINARI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l. fall.: i casi Gabetti Property Solutions S.p.A. e Risanamento S.p.A.*, in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, Giuffrè, 2011, p. 47 ss., A. JORIO, *Un caso esemplare di applicazione dell'art. 182-bis l. fall.*, in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, Giuffrè, 2011, p. 81 ss., G. LA CROCE, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Giur. it.*, 2010, n. 11, p. 2460 ss., R. AGOSTINELLI, *Gli accordi di ristrutturazione: artt. 67 e 182 l. fall.*, in *Crisi d'impresa e ristrutturazioni*, a cura di F. Bruno e A. Rozzi, Le Società – Monografie, IPSOA, Milano, 2010, p. 143 ss., A. ZORZI, *Il finanziamento alle imprese in crisi e le soluzioni stragiudiziali (piani attestati e accordi di ristrutturazione)*, in *Giur. comm.*, n. 6, 2009, p. 1236 ss., L. BOGGIO, *Gli accordi di ristrutturazione: il primo "tagliando" a tre anni dal "decreto competitività"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 46 ss., E. FRASCAROLI SANTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, CEDAM, Padova, 2009, V. ROPPO, *Profili strutturali e funzionali dei contratti di "salvataggio" (o di ristrutturazione dei debiti d'impresa)*, in *Dir. fall.*, 2008, p. 375 ss., F. DIMUNDO, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: la "meno incerta" via italiana alla "reorganization"*, in *Fallimento*, 2007, p. 708 ss. e G. CANALE, *Le nuove norme sul concordato preventivo e sugli accordi di ristrutturazione*, in *Riv. dir. proc.*, 2005, p. 918 ss.

<sup>(479)</sup> Sull'irrelevanza di mere trattative in merito ad un piano di ristrutturazione la Consob ebbe già modo di pronunciarsi riferimento al caso c.d. Ominia Network di cui alla Comunicazioni Consob n. 100733783 dell'1 settembre 2010; si rimanda al paragrafo 3.3.3 di cui al Capitolo II che precede.

imprese *ex* Articolo 182-*bis*, comma 2°, della Legge Fallimentare, bensì al momento – più lontano nel tempo – in cui sia (eventualmente) sopraggiunta l'omologazione dello stesso da parte del tribunale competente *ex* Articolo 182-*bis*, comma 4°, della Legge Fallimentare.

Tale aspetto della norma merita di essere brevemente preso in considerazione. In particolare, la Consob – risultando le ipotesi di crisi di cui al paragrafo n. 1) dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), Reg. Emittenti fattispecie alle quali (fatta salva la necessità della sussistenza di un rafforzamento patrimoniale dell'emittente) è riconosciuta – *ipso iure*<sup>(480)</sup> – l'operatività di una esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto – ha ritenuto opportuno subordinare tale operatività al preventivo accertamento da parte dell'autorità giudiziaria dello stato di crisi<sup>(481)</sup>. In merito, laddove una tale scelta appare opportuna con riguardo alla fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), paragrafo (i), del Reg. Emittenti<sup>(482)</sup>, appare non pienamente condivisibile con riguardo alla ipotesi di cui al paragrafo (ii). Ciò in quanto l'omologazione di un accordo di ristrutturazione rappresenta, sotto un profilo sostanziale, "*il superamento*" dello stato di crisi finanziaria di una società piuttosto che il sintomo di uno stato di crisi certo e perdurante<sup>(483)</sup>.

Alla luce di quanto sopra, pertanto, sarebbe risultata probabilmente più funzionale<sup>(484)</sup> la scelta, *de jure condendo*, di subordinare l'efficacia dell'esenzione in

---

<sup>(480)</sup> Si veda Comunicazione Consob n. 0090765 del 20 novembre 2013.

<sup>(481)</sup> Ciò, presumiamo, per un motivo di "*simmetria*" con la previsione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), paragrafo (i), di cui al Reg. Emittenti nonché per la necessità di rendere il più oggettivo possibile tale parametro applicativo.

<sup>(482)</sup> E ciò in quanto l'ammissione ad una procedura concorsuale costituisce inequivocabilmente una circostanza sintomatica dello stato di crisi di un emittente.

<sup>(483)</sup> Con la sottoscrizione di un accordo di tale natura, infatti, l'indebitamento della società viene ristrutturato proprio al fine poter rendere lo stesso sostenibile; le misure di cui all'accordo stesso risultano – pertanto – in linea di principio orientate a ristabilire l'equilibrio finanziario di una società in stato di crisi.

<sup>(484)</sup> In quanto tesa ad anticipare temporalmente l'applicabilità dell'esenzione e, pertanto, rendere il perimetro di efficacia della stessa più esteso. Si faccia riferimento, in merito, alle ipotesi di ristrutturazione del debito che coinvolgano i creditori, da un lato, e un terzo soggetto, dall'altro, che sia interessato all'acquisizione della società in crisi ponendo in essere il rafforzamento patrimoniale della stessa; in connessione a tali fattispecie potrebbe, infatti, risultare determinante – in considerazione anche

caso di sottoscrizione di un accordo di ristrutturazione dei debiti al mero deposito dello stesso presso il competente registro delle imprese *ex* Articolo 182-*bis*, comma 2°, della Legge Fallimentare e, in linea con la fattispecie di cui al paragrafo n. 2) dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti, prevedere le medesime cautele e garanzie rappresentate dalle ulteriori condizioni di applicabilità ivi previste.

**5.1.4 (Segue). Ambito oggettivo di applicazione. Le situazioni di crisi oggettive individuate dall'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1): le richieste formulate da parte di un'autorità di vigilanza prudenziale di cui al paragrafo (iii)**

Con la previsione della disposizione in oggetto l'autorità di controllo, in linea con la propria dichiarata intenzione di voler adeguare la fattispecie dell'esenzione in relazione ai casi di crisi che coinvolgono istituti bancari ed assicurativi<sup>(485)</sup>, ha voluto disciplinare specificamente i casi di crisi di entità (quali, *inter alia*, istituti bancari, istituti assicurativi ovvero società di gestione del risparmio) sottoposti a vigilanza prudenziale ai sensi, rispettivamente, (a) del Testo Unico della Finanza, (b) del decreto legislativo 1° settembre 1993, numero 385 (c.d. "**Testo Unico Bancario**"), e (c) del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 (c.d. "**Codice delle Assicurazioni Private**")<sup>(486)</sup>. La soglia di rilevanza, in questo caso, è stata anticipata rispetto alle ipotesi di cui ai paragrafi (i) ed (ii) previsti all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), Reg. Emittenti in quanto – mentre in tali ultimi casi risulta necessario il

---

della magnitudo della crisi – anticipare il più possibile l'intervento di rafforzamento patrimoniale del terzo (che, evidentemente, procederà in tal senso esclusivamente laddove sia garantito il beneficio dell'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto) ad un momento anteriore al momento in cui sarà concessa (eventualmente) l'omologazione dell'accordo di ristrutturazione da parte del relativo tribunale. *De jure condito*, un tale tipo di operazione potrà essere strutturata esclusivamente sulla base dell'approvazione da parte degli azionisti di minoranza (tramite la procedura del *whitewash*) concessa *ex* Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), Reg. Emittenti.

<sup>(485)</sup> Cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, Allegato N. 7, cit., p. 7.

<sup>(486)</sup> Cfr. in senso conforme D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1078 (spec. nt. 17).

pronunciamento di una autorità giudiziaria che "*certifichi*" lo stato di crisi<sup>(487)</sup> – viene data rilevanza alla mera formulazione di richieste da parte di una autorità di vigilanza prudenziale<sup>(488)</sup>, in caso di sussistenza di gravi perdite, volte a "*prevenire il ricorso*"<sup>(489)</sup> alle procedure concorsuali applicabili a tali tipologie di entità giuridiche (*i.e.* l'amministrazione straordinaria ovvero la liquidazione coatta amministrativa)<sup>(490)</sup>. Gli elementi costitutivi della fattispecie, come ribadito anche da parte della Consob in una propria recente Comunicazione<sup>(491)</sup>, sono rappresentati, pertanto, (i) dalla esistenza di una richiesta della relativa autorità di settore<sup>(492)</sup>, (ii) dal fatto tale richiesta sia stata formulata "*in connessione*" alla sussistenza di gravi perdite (attestanti uno stato di crisi)<sup>(493)</sup>, e che (iii) tale richiesta sia "*finalizzata*" a

---

<sup>(487)</sup> Rispettivamente, con riferimento alla fattispecie di cui al paragrafo (i), un provvedimento di ammissione ad una procedura concorsuale e, con riferimento alla fattispecie di cui al paragrafo (ii), l'omologazione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti.

<sup>(488)</sup> Rispettivamente, Banca d'Italia, Consob e IVASS – Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni.

<sup>(489)</sup> Cfr. Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), paragrafo (iii), Reg. Emittenti.

<sup>(490)</sup> Ai sensi della vigente disposizione si prevede specificamente che l'esenzione trovi applicazione laddove siano formulate richieste "*da un'autorità di vigilanza prudenziale nel caso di gravi perdite al fine di prevenire il ricorso all'amministrazione straordinaria o alla liquidazione coatta amministrativa ai sensi del Testo unico, del decreto legislativo n. 385 del 1° settembre 1993, del decreto legislativo n. 209 del 7 settembre 2005*". L'originaria formulazione della norma in oggetto proposta da parte della Consob e contenuta nel Primo Documento di Consultazione prevedeva che l'esenzione fosse riconosciuta in caso "*rispondenza dell'intervento a richieste formulate da un'Autorità di vigilanza al fine di tutelare la sana e prudente gestione dell'impresa*"; la riformulazione risulta probabilmente frutto di una riflessione in merito alla estensione della delega regolamentare attribuita alla Consob ed i relativi canoni di riferimento di cui all'Articolo 91 del Testo Unico della Finanza (cfr. in merito P. LUCANTONI, *Esenzioni dall'obbligo e offerte pubbliche di acquisto preventive*, in *Le Offerte Pubbliche di Acquisto* a cura di M. STELLA RICHTER JR, cit., pp. 206-207).

<sup>(491)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/11042591 del 13 maggio 2011.

<sup>(492)</sup> Principalmente ai sensi dell'Articolo 53 del Testo Unico Bancario, dell'Articolo 7 del Testo Unico della Finanza e dell'Articolo 188 e dell'Articolo 227 del Codice delle Assicurazioni Private.

<sup>(493)</sup> La fattispecie recepisce la prassi di Banca d'Italia di intervenire con richieste nei confronti degli istituti vigilati prima che nei confronti degli stessi sia aperta una procedura concorsuale (cfr. in tal senso D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a*), in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1079 (nt. 17); si veda altresì CONSOB, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio - Esiti della Seconda Consultazione*, 5 aprile 2011, cit., p. 88).

prevenire il ricorso a una delle procedure concorsuali summenzionate<sup>(494)</sup>.

L'impostazione adottata da parte dell'autorità di controllo di anticipare il momento a decorrere dal quale questa specifica fattispecie troverà applicazione, appare corretta e, ciò, sebbene non risulti ancora instaurata nei confronti dell'emittente una procedura giurisdizionale sintomatica di uno stato di crisi, ovvero formalizzato un accordo di ristrutturazione dei debiti, volto a superare una tale situazione di crisi<sup>(495)</sup>. In merito, appare dirimente la considerazione che, nel caso di specie, la formulazione di (mere) richieste provenga da una autorità di vigilanza prudenziale la cui terzietà ed indipendenza risultano costituire un elemento di conforto sufficiente al fine di poter fondare il convincimento che la situazione di crisi, attestata dalla espressione di richieste, risulti essere oggettiva ed incontrovertibile (e, pertanto, tale da scongiurare il pericolo che lo stato di crisi non risulti effettivo e l'esenzione sia invocata pretestuosamente / in danno degli azionisti di minoranza).

#### 5.1.5 **(Segue). Ambito oggettivo di applicazione: l'ulteriore condizione oggettiva di applicabilità rappresentata dalla ricapitalizzazione ovvero da altro intervento di rafforzamento patrimoniale**

Modificando sensibilmente l'impostazione precedentemente adottata in merito a questo specifico aspetto della disciplina<sup>(496)</sup>, l'autorità di controllo, al fine di rendere l'ambito di applicazione delle ipotesi di esenzione "oggettive", di cui al paragrafo n. 1) dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti, più estese<sup>(497)</sup> e

---

<sup>(494)</sup> Si veda in merito la Comunicazione Consob n. DEM/11042591 del 13 maggio 2011.

<sup>(495)</sup> Ciò, evidentemente, in quanto con riferimenti a tali entità non appare possibile immaginare né la ristrutturazione del debito (con la propria clientela) né tantomeno la rinegoziazione dei debiti assunti a livello interbancario (cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, Allegato N. 7, cit., p. 7; si veda altresì P. LUCANTONI, *Esenzioni dall'obbligo e offerte pubbliche di acquisto preventive*, in *Le Offerte Pubbliche di Acquisto* a cura di M. STELLA RICHTER JR, cit., p. 205.

<sup>(496)</sup> Si veda il paragrafo 3.2 che precede di cui al Capitolo II.

<sup>(497)</sup> Cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010,

tenuto conto della gravità della situazione di crisi alla base di ciascuna delle stesse, ha ritenuto opportuno consentire che il rafforzamento patrimoniale, derivante dall'implementazione dell'operazione di salvataggio, non derivi esclusivamente da un aumento di capitale varato dall'emittente, bensì anche da un qualsivoglia intervento che determini un generico "rafforzamento patrimoniale" dello stesso<sup>(498)</sup>. Al riguardo, si ritiene che l'esenzione trovi applicazione (risultando soddisfatto tale requisito) in connessione, *inter alia*, (i) a operazioni di emissione di strumenti finanziari partecipativi (e non)<sup>(499)</sup>, (ii) versamenti da parte dei soci (esistenti) <sup>(500)</sup> (a) in conto capitale<sup>(501)</sup>, in conto futuro aumento di capitale<sup>(502)</sup>, ovvero a copertura delle

---

Allegato N. 7, cit., pp. 7-8 nonché D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1080.

<sup>(498)</sup> Cfr. Articolo 49, comma 1°, lett. b), par. 1), Reg. Emittenti.

<sup>(499)</sup> Si fa riferimento agli strumenti finanziari partecipativi di cui all'Articolo 2346, comma 6°, del Codice Civile a mente del quale resta salva "la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione". Per una trattazione in merito all'istituto si rimanda a A. BUSANI e M. SAGLIOCCA, *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp)*, in *Società*, n. 11, 2012, p. 1189 ss., G.D. MOSCO, *La raccolta dei capitali in un nuovo manuale sulla società per azioni*, in *Società*, n. 7, 2013, p. 814 ss., M. MANULI, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle S.p.A.: riflessioni critiche*, in *Società*, n. 11, 2013, p. 1191 ss.

<sup>(500)</sup> I versamenti eseguiti dai soci a capitale di rischio (cioè non a titolo di prestito) successivi alla costituzione della società ed al di fuori di un'operazione di aumento di capitale già deliberata, vanno raggruppati in due categorie: in una vi si fanno rientrare quelli che vengono eseguiti nella prospettiva di una futura operazione di aumento di capitale, già programmata ovvero solo ipotizzata, denominati versamenti in conto futuro aumento capitale; in un'altra vi si fanno rientrare quelli che vengono eseguiti, a prescindere da un'operazione di aumento di capitale, al solo scopo di creare una riserva discrezionalmente utilizzabile dagli amministratori per fare fronte alle esigenze dell'attiva d'impresa, i quali vengono denominati in vario modo, ma quello più frequente è versamenti in conto capitale (così M. LEOCATA, *Sulla natura giuridica dei versamenti dei soci in conto futuro aumento di capitale, in conto capitale e simili*, in *Contr. e impr.*, n. 4-5, 2012, p. 1271 ss.).

<sup>(501)</sup> I versamenti in conto capitale sono caratterizzati per la mancanza di una specifica ed esplicita pattuizione in base alla quale la società assume un obbligo alla restituzione ai soci dei versamenti effettuati. Tali somme, pertanto, diventano di proprietà della società e saranno restituite solo se sarà la stessa società a deliberarlo. Questi versamenti si configurano, pertanto, come vere e proprie riserve di capitale; le stesse verranno qualificate in bilancio nella sezione del Patrimonio Netto, alla voce VII "Altre riserve", e dovranno essere distintamente indicati in una specifica sottovoce denominabile "Versamenti in conto capitale" (cfr. M. LEOCATA, *Sulla natura giuridica dei versamenti dei soci in conto futuro aumento di capitale, in conto capitale e simili*, cit., p. 1271; si veda anche P. DIVIZIA, *I versamenti in conto aumento*

perdite registrate dall'emittente<sup>(503)</sup>, nonché (iii) alla rinuncia di crediti vantati da parte di qualsivoglia creditore nei confronti dell'emittente (e.g. soci dell'emittente che abbiano effettuato un prestito soci ovvero veri e propri soggetti finanziatori dell'emittente), ovvero la "conversione" di tali crediti in capitale di rischio (e.g. azioni, strumenti finanziari partecipativi, obbligazioni convertibili)<sup>(504)</sup>. Tali operazioni, tuttavia, a differenza di una operazione di aumento di capitale, potrebbero non determinare invariabilmente un mutamento negli assetti proprietari dell'emittente<sup>(505)</sup> e, ciò, in quanto, alternativamente (a) i titoli oggetto di emissione (come nel caso degli strumenti finanziari partecipativi) non ricadono nel perimetro di applicazione dell'Articolo 105 del Testo Unico della Finanza, (b) un eventuale cambio del controllo potrebbe determinarsi solo in un momento successivo al momento nel quale il rafforzamento patrimoniale è effettuato (come nel caso in cui sia effettuato un versamento da parte di un socio in conto futuro aumento di capitale), ovvero (c) perché non si determina alcun effetto in connessione al rafforzamento patrimoniale

---

*capitale. Analisi dell'istituto fra regole di bilancio e disciplina societaria*, in *Notariato*, n. 2, 2012, p. 191 ss. nonché B. QUATRARO, S. D'AMORA, R. ISRAEL, G. QUATRARO, *Trattato tecnico-pratico delle operazioni sul capitale*, Seconda Edizione, Tomo I, Giuffrè, Milano, 2001, p. 331 e B. QUATRARO, S. D'AMORA, *Le operazioni sul capitale*, Giuffrè, Milano, 1994, p. 85).

<sup>(502)</sup> I versamenti in conto futuro aumento di capitale sono quelli che vanno effettuati in via anticipata in previsione di una futura delibera di aumento di capitale che la società intende adottare. Tali versamenti configurano pertanto riserve di capitale che possono essere destinate solo a tale scopo, e sono da qualificare in bilancio nella sezione del Patrimonio Netto, alla voce VII "Altre riserve", e dovranno essere distintamente indicati in una specifica sottovoce denominabile "Versamenti in conto futuro aumento di capitale" (cfr. M. LEOCATA, *Sulla natura giuridica dei versamenti dei soci in conto futuro aumento di capitale, in conto capitale e simili*, cit., p. 1271 ss.; si veda anche B. QUATRARO, S. D'AMORA, R. ISRAEL, G. QUATRARO, *Trattato tecnico-pratico delle operazioni sul capitale*, cit., p. 332 e B. QUATRARO, S. D'AMORA, *Le operazioni sul capitale*, cit., p. 86).

<sup>(503)</sup> In merito si rinvia a E. BERTACCHINI, *I versamenti soci in conto capitale coprono «definitivamente» le perdite – Il commento*, in *Società*, n. 12, 2007, p. 1487 ss. e M.T. BRODASCA, *Copertura di perdite tramite versamenti in conto capitale – Commento*, in *Società*, n. 4, 2003, p. 616 ss.

<sup>(504)</sup> Per una estesa trattazione del tema si veda P. OLIVIERO, *"Conversione" del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi dell'impresa*, in *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, F. BONELLI (a cura di), cit., p. 91 ss.

<sup>(505)</sup> Cfr., in senso conforme, NCTM STUDIO LEGALE ASSOCIATO, *Osservazioni al documento per la consultazione del 6 ottobre 2010: "Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio"*, 18 novembre 2010, cit., pp. 8-9.

(è questo il caso in cui lo stesso consista esclusivamente in una rinuncia ad un credito). Con esclusivo riferimento a quei casi in cui un mutamento degli assetti partecipativi dell'emittente non consegue immancabilmente all'implementazione di una delle operazioni di rafforzamento patrimoniale sopra richiamate (e.g. come nel caso di rinuncia *tout court* ad un credito), si rileva come la fattispecie di esenzione delineata dall'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), del Reg. Emittenti, introduca una (rilevante) deroga (parziale) al principio di parità di trattamento nei casi di applicazione dell'esenzione oggetto d'esame<sup>(506)</sup>. In conformità a quanto sopra richiamato, pertanto, risulta possibile giungere a ritenere possibili<sup>(507)</sup>, nonché legittime<sup>(508)</sup>, eventuali operazioni di salvataggio che vengono strutturate, nell'ambito di una delle situazioni di crisi individuate dall'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), del Reg. Emittenti, prevedendo, da un lato, una operazione di rafforzamento patrimoniale (eventualmente anche di limitata portata, idonea a ripristinare l'equilibrio finanziario dell'emittente esclusivamente nel breve periodo) che non abbia un impatto diretto sugli assetti partecipativi dell'emittente in crisi e, dall'altro, la cessione di una partecipazione di controllo in favore del soggetto che abbia

---

<sup>(506)</sup> La stessa autorità di controllo ha avuto modo di evidenziare come con "*riguardo al requisito sub (ii) [di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 2), ndr], si rileva che la ratio della previsione de qua è da rintracciarsi nel fatto che ove il superamento della soglia rilevante avvenga sottoscrivendo un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, si realizza la duplice conseguenza per cui: i) i fondi investiti dall'azionista che acquisisce il controllo sono volti ad incrementare il patrimonio della società e non quello dei singoli soci che eventualmente cedano la propria partecipazione o i propri diritti di opzione; ii) si garantisce una piena parità di trattamento tra tutti i soci, che in maniera eguale subiscono l'effetto diluitivo derivante dalla sottoscrizione dell'aumento di capitale da parte del nuovo socio e non beneficiano della possibilità di exit dalla società"* (cfr. Comunicazione Consob n. DEM/11081302 del 30 settembre 2011).

<sup>(507)</sup> Altrimenti risulterebbe necessario ritenere che il perimetro di applicazione della definizione di "*rafforzamento patrimoniale*" ricomprenda esclusivamente quelle operazioni che abbiano una immancabile conseguenza sul piano degli assetti partecipativi dell'emittente (ovvero, più precisamente, determinino il mutamento degli assetti di controllo dello stesso); interpretazione, questa, che ricondurrebbe sostanzialmente un perimetro applicativo non dissimile dalla precedente disposizione regolamentare e, pertanto, sembra risultare in contrasto con lo spirito della riforma nonché la lettera della disposizione.

<sup>(508)</sup> Nel senso che, con riguardo alle stesse, troverebbe applicazione l'esenzione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), del Regolamento Emittenti.

provveduto ad operare il rafforzamento patrimoniale suddetto<sup>(509)(510)</sup>.

Appare evidente come la definizione, a livello regolamentare, di questa specifica ipotesi di esenzione, per quanto attiene all'aspetto summenzionato, desti non pochi dubbi circa la congruità della stessa rispetto alla *ratio* dell'esenzione definita a livello legislativo<sup>(511)</sup> (e, pertanto, del rispetto da parte dell'autorità di controllo del perimetro della delega regolamentare alla stessa conferita). Ciò in quanto, diversamente dal contemperamento d'interessi primigenio cristallizzato dall'esenzione, l'attuale formulazione della fattispecie in esame potrebbe comportare l'applicazione della stessa non solo in deroga del diritto dei minoritari di *exit* (come storicamente occorso) bensì anche in deroga del diritto ad una paritetica distribuzione del premio di controllo (non risultando necessario che le risorse (*rectius*, l'interesse delle stesse) sia destinata al rafforzamento dell'emittente – finalità che, precedentemente, veniva raggiunta con la previsione inderogabile di un aumento di capitale). L'intervento regolamentare, pertanto, parrebbe avere determinato un significativo sbilanciamento – tra gli interessi contrapposti chiamati in causa in relazione a questa fattispecie di esenzione – in favore della finalità di salvataggio piuttosto che della tutela degli azionisti di minoranza.

#### 5.1.6 **Ambito soggettivo di applicazione della fattispecie e possibile discrasia temporale tra l'effettuazione del rafforzamento patrimoniale e momento nel quale viene realizzato il cambio del controllo**

---

<sup>(509)</sup> L'implicazione evidente di tale operazione risulta essere che l'azionista di controllo beneficerebbe di un'*exit* dalla società accompagnato (probabilmente) da un corrispettivo (inclusivo di un premio del controllo) laddove, con riguardo, agli azionisti di minoranza verrebbe sacrificato il diritto di *exit* e al riconoscimento, su base *pro rata*, del premio di maggioranza.

<sup>(510)</sup> *Contra* D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1080.

<sup>(511)</sup> Si veda in merito M. GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, cit., pp. 303-304 secondo cui "*l'opa obbligatoria non è richiesta in virtù della sussistenza – in seno all'operazione da cui scaturisce il superamento della soglia – di elementi ulteriori che caratterizzano lo specifico mutamento degli assetti proprietari in modo tale da porre gli interessi protetti dall'opa obbligatoria su di un piano subordinato*" e, ciò, si ritiene, nella misura in cui nessun azionista benefici di un diritto di *exit* (a maggior ragione se a fronte del ricevimento di un "*premio*" che agli altri azionisti non verrebbe riconosciuto).

Merita di essere segnalato, da ultimo con riguardo all'esenzione oggetto di esame, il fatto che la stessa lasci la possibilità alle parti coinvolte di strutturare l'operazione di salvataggio in maniera piuttosto "flessibile" sotto un profilo sia "soggettivo" che "temporale"<sup>(512)</sup>.

Per quanto attiene al primo aspetto, si rileva come la norma – non richiedendo che il rafforzamento patrimoniale sia posto in essere tramite l'implementazione di un aumento di capitale<sup>(513)</sup> – lasci libero spazio agli operatori in merito alla valutazione dei soggetti da coinvolgersi nell'operazione stessa. Si potranno pertanto strutturare operazioni di salvataggio nelle quali il soggetto che provvederà – nel senso suddetto – ad immettere nuove risorse nella società non risulti essere immancabilmente lo stesso soggetto che si renderà cessionario della partecipazione di controllo dello stesso<sup>(514)</sup>.

Per quanto attiene al secondo aspetto, rilevato come la norma regolamentare richieda che il cambio del controllo – ai fini di poter beneficiare dell'esenzione – sia posto in essere "in presenza" di un qualsivoglia rafforzamento patrimoniale, la stessa appare idonea a ricomprendere nel proprio perimetro applicativo anche quelle operazioni con riferimento alle quali l'immissione delle nuove risorse avvenga in un momento successivo al momento in cui si è realizzato il mutamento degli assetti partecipativi dell'emittente rilevante ai fini o.p.a.<sup>(515)</sup>.

---

<sup>(512)</sup> Il margine di flessibilità concesso dal legislatore regolamentare con riguardo a tale fattispecie di esenzione appare notevolmente incrementato rispetto alla disciplina previgente.

<sup>(513)</sup> Meccanismo che implica l'assegnazione delle azioni di nuova emissione al soggetto che sottoscrive l'aumento di capitale (a fronte della immissione da parte di quest'ultimo di nuove risorse nella società emittente).

<sup>(514)</sup> In senso conforme a tale interpretazione si veda D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1080.

<sup>(515)</sup> In senso conforme a tale interpretazione si veda D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1080 e P. LUCANTONI, *Esenzioni dall'obbligo e offerte pubbliche di acquisto preventive*, in *Le Offerte Pubbliche di Acquisto* a cura di M. STELLA RICHTER JR, cit., p. 205.

## 5.2 ESENZIONE EX ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), N. 2), REG. EMITTENTI IN CASO DI SUSSISTENZA DI "OPERAZIONI DI SALVATAGGIO" COMPIUTE IN CONNESSIONE ALLA C.D. FATTISPECIE DI "CRISI EXTRA-CONCORSUALE"

### 5.2.1 Descrizione generale della fattispecie di esenzione *extra-concorsuale*

La seconda fattispecie di esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 2), del Reg. Emittenti si fonda sull'esistenza di un piano di risanamento (adottato dalla società emittente ai sensi dell'Articolo 67, comma 3°, lett. d), di cui alla Legge Fallimentare) finalizzato al superamento della crisi dell'impresa<sup>(516)</sup>. Considerato come il livello di certezza circa la sussistenza di uno stato di crisi testimoniato dalla sottoscrizione di un accordo di risanamento (c.d. stato di crisi "extra-concorsuale"<sup>(517)</sup>) risulti essere sensibilmente inferiore rispetto al conforto offerto in merito alla esistenza di una delle circostanze individuate all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), del Reg. Emittenti, la Consob, rivedendo la propria primigenia impostazione<sup>(518)</sup>, ha provveduto a qualificare tale specifica ipotesi di esenzione tramite la previsione di ulteriori (e più stringenti) condizioni di applicazione. Tale approdo finale appare sicuramente condivisibile sulla base della considerazione del fatto che, come sottolineato dalla stessa autorità di controllo<sup>(519)</sup> nonché da parte della dottrina che ha avuto modo di esprimersi sul

---

<sup>(516)</sup> Cfr. in senso conforme D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1080.

<sup>(517)</sup> Cfr. in senso conforme D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1080.

<sup>(518)</sup> Si ricorda in merito che – come evidenziato al paragrafo 1 di cui al presente Capitolo III (spec. nt. 356) – la Consob, in un primo momento, face rientrare la fattispecie oggetto di esame tra le ipotesi di "crisi oggettiva" (salvo prevedere, quale specifica condizione di applicazione, che il rafforzamento patrimoniale dell'emittente fosse implementato esclusivamente tramite un aumento di capitale e non anche altre forme di immissione di risorse finanziarie nella società).

<sup>(519)</sup> Cfr. CONSOB, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio - Esiti della Seconda Consultazione*, 5 aprile 2011, cit., p. 7.

punto<sup>(520)</sup>, la crisi dell'emittente risulti "attestata", nel caso di specie, dall'esistenza di un elemento (*i.e.* l'adozione di un piano di risanamento da parte dell'emittente) avente natura squisitamente privatistica che, pertanto, risulta idoneo (a) a fornire evidenza dello stato di crisi con un grado inferiore di oggettività rispetto al caso in cui sia coinvolto un "soggetto pubblico" (alternativamente l'autorità giudiziaria ovvero una autorità di vigilanza prudenziale)<sup>(521)</sup>, nonché (b) ad essere strumentalizzato da parte dell'emittente e dall'acquirente di una partecipazione di controllo ai soli fini di beneficiare dell'esenzione<sup>(522)</sup>.

### 5.2.2 Le condizioni di applicazione dell'esenzione in generale. Il piano di risanamento

Al fine di limitare il rischio sopra richiamato, l'efficacia della fattispecie di esenzione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 2), del Reg. Emittenti è stata subordinata alla sussistenza dei requisiti di seguito elencati<sup>(523)</sup>:

---

<sup>(520)</sup> Cfr. in senso conforme D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1081; P. LUCANTONI, *Esenzioni dall'obbligo e offerte pubbliche di acquisto preventive*, in *Le Offerte Pubbliche di Acquisto* a cura di M. STELLA RICHTER JR, cit., p. 206.

<sup>(521)</sup> Cfr. CONSOB, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio - Esiti della Seconda Consultazione*, 5 aprile 2011, cit., p. 7.

<sup>(522)</sup> Cfr. in tal senso G. GUIZZI, *Osservazioni al documento di consultazione pubblica sulla proposta di revisione della regolamentazione in materia di OPA e OPS*, 15 novembre 2010, cit., pp. 12-13, D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1081 e CONSOB, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio - Esiti della Seconda Consultazione*, 5 aprile 2011, cit., p. 7 laddove si sottolinea come "in assenza di una "certificazione" dell'esistenza della situazione di crisi da parte di un soggetto pubblico" risulti prevalente la considerazione circa "strumentalizzazioni dell'esenzione da parte di un potenziale acquirente".

<sup>(523)</sup> Con riferimento all'istituto del piano di risanamento asseverato ex Articolo 67, comma 3°, lett. d), Legge Fallimentare si fa rinvio a R. AGOSTINELLI, *Gli accordi di ristrutturazione: artt. 67 e 182 l. fall.*, in *Crisi d'impresa e ristrutturazioni*, a cura di F. Bruno e A. Rozzi, cit., p. 143 ss. e G. MEO, *I piani "di risanamento" previsti dall'art. 67 l. fall.*, in *Giur. comm.*, 2011, 1, p. 30 ss.

- (a) l'esistenza di un piano di risanamento<sup>(524)</sup>;
- (b) che il piano di risanamento (i) sia reso noto al mercato, (ii) che attesti l'esistenza di una situazione di crisi, e che (iii) la ragionevolezza dello stesso sia stata certificata da un professionista ai sensi dell'Articolo 67, comma 3°, lett. d), di cui alla Legge Fallimentare;
- (c) che non siano stati effettuati (ovvero pattuiti) altri acquisti delle azioni dell'emittente in crisi nei dodici mesi che precedono il cambio del controllo dell'emittente stesso;
- (d) che il cambio del controllo avvenga – in linea con quanto veniva previsto dal previgente Articolo 49 Reg. Emittenti sul punto – esclusivamente tramite la sottoscrizione di un aumento del capitale sociale dell'emittente con esclusione del diritto di opzione *ex* Articolo 2441, comma 5°, del Codice Civile; e
- (e) che l'aumento di capitale risulti idoneo a consentire, anche attraverso la ristrutturazione del debito, il risanamento dell'esposizione debitoria dell'emittente ed ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria.

Per quanto concerne il requisito menzionato *sub* par. (a) si rileva come questo sia soddisfatto laddove l'emittente abbia provveduto a predisporre<sup>(525)</sup> un programma che risulti essere "*formalizzato e complesso*" e contraddistinto "*da caratteristiche previsionali che attestino l'andamento gestionale immediato e mediato dell'azienda, tale da rendere auspicabili gli effetti in esso previsti come idonei e programmati funzionalmente al superamento della crisi*". In merito occorre rimarcare come risulti inequivocabilmente certo che, ai fini dell'applicabilità della ipotesi di esenzione in oggetto, il piano di risanamento debba essere già stato adottato dall'organo societario

---

<sup>(524)</sup> Risulterà, pertanto, ai fini della applicazione dell'esenzione in oggetto, del tutto irrilevante l'eventuale negoziazione di un accordo di risanamento (e, ciò, in linea con quanto già ribadito da parte della Consob in merito alla irrilevanza delle "*aspettative di intervento sul debito*" ai fini del soddisfacimento del requisito del piano di ristrutturazione del debito di cui alla disciplina previgente dell'Articolo 49 del Regolamento Emittenti (cfr. Comunicazioni Consob n. 100733783 dell'1 settembre 2010 e del 28 settembre 2010 in merito al caso Ominia Network)).

<sup>(525)</sup> Ed il relativo organo competente dell'emittente abbia adottato con propria risoluzione/delibera/provvedimento tale piano di risanamento; in merito si rimanda a A. BIANCHI, *Crisi di Impresa e Risanamento*, Ipsoa, Milanofiori Assago (MI), 2010, p. 180 (spec. nt. 6).

competente<sup>(526)</sup> e, ciò, sulla base di un argomento letterale (*i.e.* il riferimento, nella disposizione oggetto di analisi, al fatto che l'acquisizione del controllo risulti conseguenza diretta della implementazione di un aumento di capitale dell'emittente "*posto in essere in esecuzione di un piano di risanamento*"), nonché di un argomento sistematico (*i.e.* il riferimento, contenuto al paragrafo (iii) di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 2), del Reg. Emittenti, al fatto che la ragionevolezza del piano di risanamento sia stata certificata da un professionista ai sensi dell'Articolo 67, comma 3°, lett. d), di cui alla Legge Fallimentare<sup>(527)</sup>).

Tuttavia, la questione di più complessa risoluzione è rappresentata dalla valutazione circa la necessità, ai fini del soddisfacimento di tale requisito, che il piano di risanamento sia accompagnato da un accordo di ristrutturazione con (parte o tutti) i creditori dell'emittente<sup>(528)</sup>. Ai fini di poter fornire una interpretazione in merito alla questione posta, occorre soffermarsi sinteticamente sulla finalità propria dell'istituto del piano di risanamento di cui all'Articolo 67, comma 3°, lett. d), di cui alla Legge Fallimentare, nonché sugli effetti giuridici derivanti dalla adozione dello stesso. In merito, per quanto attiene al primo aspetto, la dottrina rileva come tale istituto risulti finalizzato "*a risolvere e porre rimedio*" ad una situazione di "*squilibrio finanziario*" di una società ed a perseguire il "*risanamento aziendale maturato in un contesto di crisi di natura squisitamente finanziaria, tale da indurre gli organi che governano l'impresa ad eseguire una serie di atti di disposizione del patrimonio del debitore ritenuti idonei ed eziologicamente collegati ad una perdurante convinzione del rilancio delle prospettive*

---

<sup>(526)</sup> Si veda in questi termini, in merito alla definizione di piano di risanamento, ai sensi dell'Articolo 67, comma 3°, lett. d), di cui alla Legge Fallimentare, A. BIANCHI, *Crisi di Impresa e Risanamento*, cit., p. 181. Il piano di risanamento dovrà, in altre parole, essere stato fatto proprio dall'organo gestorio con propria delibera (e relativa assunzione di responsabilità dello stesso) e, ciò, anche laddove lo stesso risulti essere stato predisposto da parte di un *advisor* finanziario della società.

<sup>(527)</sup> Certificazione che non potrebbe essere rilasciata da parte del relativo esperto se non con riferimento ad un piano di ristrutturazione già adottato da parte dell'emittente.

<sup>(528)</sup> La valutazione di tale aspetto risulta avere un immediato impatto, come si evidenzierà *infra* rispetto al requisito dell'aumento di capitale e, più precisamente, della sua idoneità "*anche*" attraverso l'implementazione di una ristrutturazione del debito a consentire il risanamento dell'esposizione debitoria dell'emittente ed ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria dello stesso.

*redditali dell'impresa*"<sup>(529)</sup>.

Per quanto concerne il secondo aspetto, viceversa, si rammenta come ai sensi dell'Articolo 67, comma 3°, lett. d), di cui alla Legge Fallimentare, le operazioni e gli atti (*e.g.* effettuazione di pagamenti e costituzione di garanzie) ritenute strumentali e indispensabili ai fini del ripristino di un equilibrio *finanziario* della società<sup>(530)</sup> e posti in essere in esecuzione del piano di risanamento, risultino essere non soggetti all'applicazione di una azione revocatoria fallimentare intentata da parte del curatore fallimentare in caso di mancato raggiungimento del risanamento della società in crisi.

Sulla base di quanto richiamato in merito alla finalità dell'istituto e degli effetti derivanti dalla adozione di un piano di risanamento, in conformità all'Articolo 67, comma 3°, lett. d), di cui alla Legge Fallimentare<sup>(531)</sup>, parrebbe che il piano di risanamento debba essere accompagnato dalla sottoscrizione di un accordo di ristrutturazione dei debiti tra l'emittente che abbia adottato il piano stesso e i relativi creditori<sup>(532)</sup>. Tale conclusione, tuttavia, non trovando un supporto testuale chiaro nella disposizione oggetto di analisi, non pare avallabile<sup>(533)</sup>.

### 5.2.3 (Segue). La situazione di crisi attestata dal piano di risanamento

---

<sup>(529)</sup> Cfr. A. BIANCHI, *Crisi di Impresa e Risanamento*, cit., p. 188 e G. MEO, *I piani "di risanamento" previsti dall'art. 67 l. fall.*, cit., p. 30 ss.

<sup>(530)</sup> In questo senso A. BIANCHI, *Crisi di Impresa e Risanamento*, cit., p. 188.

<sup>(531)</sup> Posti, a tutta evidenza, nell'immediato interesse dei soggetti creditori della società in crisi in quanto risultanti i soggetti che beneficeranno dei pagamenti o della costituzione di garanzie previsti ai sensi del piano di risanamento.

<sup>(532)</sup> Tale considerazione risulta suffragata anche dalla valutazione del fatto che non è dato immaginare l'implementazione di un piano di risanamento se non tramite la "*cooperazione*" dei *senior lenders* di un emittente quotato; cooperazione che si declinerà, da un lato, tramite la concessione di un *waiver* rispetto alle disposizioni contrattuali (principalmente *negative covenants* e *general undertakings*) che risultano ostative della possibilità da parte dell'emittente di porre in essere le azioni di cui al piano di risanamento e, dall'altro, la sottoscrizione di un accordo di ristrutturazione del proprio indebitamento disciplinante gli effetti remissori, novativi o dilatori con riguardo allo stesso.

<sup>(533)</sup> Al riguardo, si ritiene che la qualificazione introdotta da parte dell'autorità di controllo circa la necessità che l'aumento di capitale risulti idoneo a consentire, "*anche attraverso una ristrutturazione del debito*" il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria non risulti essere una circostanza determinante al fine di poter ritenere che un piano di ristrutturazione del debito risulti un elemento implicito della fattispecie.

In forza della disposizione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 2), del Reg. Emittenti, si richiede esplicitamente che il piano di risanamento attesti, *inter alia*, "l'esistenza di una situazione di crisi"<sup>(534)</sup>. La previsione di tale condizione di applicabilità (ad eccezione del caso in cui non si acceda ad una interpretazione secondo la quale la stessa abbia una valenza precipuamente pleonastica nell'economia complessiva della disposizione in esame) appare porre una questione interpretativa di non marginale importanza. In particolare, come si è avuto modo di rilevare<sup>(535)</sup>, una delle (principali) finalità della riforma dell'Articolo 49 del Reg. Emittenti, adottata con la Delibera Consob, è rappresentata dalla volontà di rendere le condizioni di applicazione dell'esenzione in caso di operazioni di salvataggio di società in crisi definite e, nella maggiore misura possibile, oggettive. A tal riguardo, come si è avuto modo di richiamare nei paragrafi che precedono<sup>(536)</sup>, sono state previste specifiche fattispecie di situazioni di crisi "oggettive" o "semi-oggettive" (quali le ipotesi tre ipotesi indicate al n. 1) ed al n. 2) dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Reg. Emittenti) in sostituzione del generico riferimento ad una "situazione di crisi" dell'emittente (come previsto dalla previgente disciplina)<sup>(537)(538)</sup>. Pertanto, sembrerebbe corretto ritenere che il riferimento normativo summenzionato all'inizio del presente paragrafo – nel caso in cui allo stesso si voglia attribuire un significato pregnante e non si interpreti lo stesso quale ridondante superfetazione del requisito rappresentato dall'esistenza di un piano di risanamento previsto dalla norma (già di per sé potenzialmente implicante l'esistenza di un tale stato) – indichi la necessità che un effettivo stato di crisi (indipendentemente dal fatto che lo stesso sia inferibile dal

---

<sup>(534)</sup> Si veda quanto richiamato alla lettera (b) di cui al paragrafo 5.2.2 che precede di cui al presente Capitolo III.

<sup>(535)</sup> Si veda il paragrafo 4 che precede di cui al presente Capitolo III.

<sup>(536)</sup> Si veda il paragrafo 4.1 che precede di cui al presente Capitolo III.

<sup>(537)</sup> Si veda il paragrafo 4.1 che precede di cui al presente Capitolo III.

<sup>(538)</sup> Fatta salva, in ogni caso, la categoria residuale di cui al n. 3) dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), del Regolamento Emittenti (disciplinante la procedura di esenzione tramite applicazione del "whitewash") con riferimento alla quale ipotesi di esenzione tale ultimo concetto generale continua a trovare applicazione (cfr. par. 5.3.4 che segue di cui al presente Capitolo III).

mero fatto che un piano di risanamento sia stato adottato) debba in ogni caso risultare sussistente. Per quanto attiene alla posizione della Consob (sia con riguardo a quesiti formali posti *ex ante* alla sua attenzione, che per quanto attiene ad eventuali verifiche *ex post* circa la legittimità di una operazione di salvataggio<sup>(539)</sup>), si deve ritenere che la stessa sarà necessitata a verificare la sussistenza di tale requisito di applicazione, fondando le proprie argomentazioni sulle conclusioni già raggiunte in corso di vigenza della preesistente disciplina, di cui all'Articolo 49 Reg. Emittenti.

#### 5.2.4 (Segue). La mancata effettuazione di acquisti delle azioni dell'emittente in crisi nei dodici mesi che precedono il cambio del controllo

Al fine di limitare l'applicazione della fattispecie di esenzione oggetto di analisi, la Consob ne ha subordinato l'applicazione in presenza di una "*condizione di garanzia*" mutuata dalla disciplina dell'offerta pubblica di acquisto preventiva di cui all'Articolo 107 del Testo Unico della Finanza<sup>(540)</sup>. In particolare, si fa riferimento al divieto di acquisti preventivi di azioni dell'emittente in forza del quale, ai fini di poter beneficiare dell'esenzione, non dovrà essere stato posto in essere alcun acquisto di azioni dell'emittente, ovvero sottoscritto alcun accordo per il trasferimento futuro di tali azioni nei dodici mesi che precedono il momento del cambio del controllo<sup>(541)</sup>. La finalità di tale disposizione (che si ritiene essere opportunamente stata prevista) va ricercata – in linea con quanto sostenuto dalla dottrina con riferimento alla

---

<sup>(539)</sup> In merito al *corpus* interpretativo elaborato con riferimento al requisito applicativo dello stato di crisi nel corso della previgente disciplina si fa rinvio a quanto richiamato al paragrafo 3.1 che precede di cui al Capitolo II.

<sup>(540)</sup> Per una analisi di tale istituto si rimanda a, *ex pluribus*, F. TROISI e G. VERZELLI, *Commento sub art. 107*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. FRATINI e G. GASPERINI, Tomo secondo, 2012, UTET, p. 1413 ss., F. FLEGO, *Commento sub art. 107*, in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di F. FAUCEGLIA, Giappichelli Editore, Torino, 2010, p. 166 ss., e F. CANNELLA, *Commento sub art. 107*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, Commentario a cura di P. MARCHETTI e L.A. BIANCHI, I, Milano, 1999, p. 396 ss.

<sup>(541)</sup> Cfr. F. FAUCEGLIA, *Commento sub art. 106*, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., p. 1410, V. LUPOLI, *L'esenzione da opa obbligatoria nelle operazioni di "salvataggio" di società quotate in crisi, i casi Gabetti, Risanamento e Omnia Network*, in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 135 e P. RAINELLI, *OPA obbligatoria: rassegna degli orientamenti Consob*, cit., p. 649.

medesima condizione prevista con riguardo all'istituto dell'offerta pubblica di acquisto preventiva<sup>(542)</sup> - nella necessità, in primo luogo, di evitare che venga vulnerato il principio di parità di trattamento tra gli azionisti dell'emittente (tenuto conto del fatto che, in tale circostanza, esclusivamente gli eventuali azionisti resisi cessionari nei confronti del futuro soggetto detentore del controllo della propria partecipazione nell'emittente in stato di crisi beneficerebbero (in aggiunta del socio di controllo diluito per effetto dell'aumento di capitale) di un diritto di *exit*<sup>(543)</sup>) e nonché, in secondo luogo, al fine di evitare che solo a tali azionisti sia riconosciuta una porzione del premio di controllo<sup>(544)</sup>.

A giudizio di chi scrive, rispetto alle finalità summenzionate e che risultano proprie di tale condizione con riguardo alla fattispecie di o.p.a. di cui all'Articolo 107 del Testo Unico della Finanza, sussiste una ulteriore finalità che la disposizione intende perseguire e che ha più diretta afferenza con il collocamento della stessa (*i.e.* nell'ambito della disciplina dell'esenzione in caso di crisi "extra-concorsuale" dell'emittente). In particolare - atteso che la crisi attestata dall'adozione di un piano di risanamento *ex* Articolo 67, comma 3°, lett. d), di cui alla Legge Fallimentare, risulti essere sintomatica di uno stato di crisi nel quale l'insolvenza irreversibile dell'emittente non si è ancora manifestata, né appare prudenzialmente e ragionevolmente prossima a svelarsi nell'ordinario evolversi della situazione aziendale di riferimento<sup>(545)</sup> - pare corretto ritenere che tale condizione sia stata posta da parte dell'autorità di controllo principalmente a fini anti-elusivi dalle norma<sup>(546)</sup>. Ciò in quanto, evidentemente, il rastrellamento di azioni dell'emittente, in una fase

---

<sup>(542)</sup> Cfr., tra gli altri, F. TROISI e G. VERZELLI, *Commento sub art. 107*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. FRATINI e G. GASPERINI, cit., p. 1416.

<sup>(543)</sup> Si veda in tal senso in senso conforme l'opinione della Consob di cui alla Comunicazione Consob n. DEM/11081302 del 30 settembre 2011.

<sup>(544)</sup> In tal senso F. TROISI e G. VERZELLI, *Commento sub art. 107*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. FRATINI e G. GASPERINI, cit., pp. 1416-1417 con riguardo alla fattispecie dell'offerta pubblica di acquisto preventiva di cui all'Articolo 107 del Testo Unico della Finanza.

<sup>(545)</sup> In questo senso A. BIANCHI, *Crisi di Impresa e Risanamento*, cit., p. 188.

<sup>(546)</sup> Si rinvia al paragrafo 5.2.1 che precede di cui al presente Capitolo III per ciò che concerne la potenziale applicazione elusiva / strumentale della fattispecie di esenzione oggetto di analisi.

anteriore alla conclamata e notoria crisi dello stesso<sup>(547)</sup>, risulterebbe sintomatica di un potenziale uso strumentale dell'esenzione da parte del soggetto che si fosse reso cessionario di tali azioni e che, successivamente alla adozione in un piano di risanamento da parte dell'emittente, provvederebbe ad invocare l'applicazione dell'esenzione.

#### 5.2.5 (Segue). La sottoscrizione di un aumento del capitale sociale dell'emittente con esclusione del diritto di opzione

Diversamente da quanto previsto con riguardo alle ipotesi di esenzione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), del Reg. Emittenti, la Consob ha previsto che l'operatività dell'esenzione in caso di crisi "extra-concorsuale" sia limitata ai soli casi in cui - in linea con la previgente disciplina - il rafforzamento patrimoniale dell'emittente sia posto in essere tramite l'effettuazione di un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione<sup>(548)</sup>. Ciò, come rilevato da parte dell'autorità di controllo stessa<sup>(549)</sup>, al duplice fine di far sì che (i) i fondi investiti dall'azionista che acquisisce il controllo siano destinati ad incrementare il patrimonio della società (e non quello dei singoli soci che eventualmente cedano la propria partecipazione o i propri diritti di opzione), e (ii) sia garantita una piena parità di trattamento tra tutti i soci che, in maniera eguale, subiscono l'effetto diluitivo derivante dalla sottoscrizione dell'aumento di capitale da parte del nuovo socio e non beneficino della possibilità di *exit* dalla società.

---

<sup>(547)</sup> Si noti, in merito, come l'autorità di controllo (riteniamo proprio al fine di rendere il carattere antielusivo della condizione posta di portata più ampia possibile) non ha previsto una soglia di materialità in similitudine con quanto previsto all'Articolo 107, comma 1°, lett. a), del Testo Unico della Finanza con riguardo all'ipotesi di esenzione in caso di offerta pubblica di acquisto preventiva.

<sup>(548)</sup> Cfr. F. FAUCEGLIA, *Commento sub art. 106*, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., p. 1410, V. LUPOLI, *L'esenzione da opa obbligatoria nelle operazioni di "salvataggio" di società quotate in crisi, i casi Gabetti, Risanamento e Omnia Network*, in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 135 e P. RAINELLI, *OPA obbligatoria: rassegna degli orientamenti Consob*, cit., p. 649.

<sup>(549)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/11081302 del 30 settembre 2011; si veda sul punto altresì P. LUCANTONI, *Esenzioni dall'obbligo e offerte pubbliche di acquisto preventive*, in *Le Offerte Pubbliche di Acquisto* a cura di M. STELLA RICHTER JR, cit., p. 203.

In ordine al requisito summenzionato si rileva come, da un lato, risultando lo stesso già precedentemente previsto con riguardo alla previgente disciplina, troverà applicazione la prassi interpretativa precedentemente elaborata da parte della Consob<sup>(550)</sup> e, dall'altro, che – risultando esplicitamente previsto come l'aumento di capitale debba essere eseguito con esclusione del diritto di opzione – l'esenzione risulterà applicabile esclusivamente nel caso in cui risulti possibile escludere tale diritto, ovvero nel caso in cui (*ex* Articolo 2441, comma 5°, del Codice Civile) "*l'interesse della società*" lo esiga<sup>(551)</sup>.

#### 5.2.6 (Segue). La idoneità dell'aumento di capitale a consentire il risanamento dell'esposizione debitoria dell'emittente e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria

Con riguardo alla fattispecie oggetto di esame, restano da esaminare le condizioni *sub par.* (e) di cui al paragrafo 5.2.2 che precede. La previsione di cui al n. 2) dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), Reg. Emittenti, esplicitamente richiede che l'aumento di capitale, varato ai fini del salvataggio dell'emittente in crisi, risulti "*idoneo a consentire [...] il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria*". Il linguaggio utilizzato da parte dell'autorità di controllo mutua pedissequamente quello che si rinviene all'Articolo 67, comma 3°, lett. d), della Legge Fallimentare utilizzato da parte del Legislatore – in tale sede – per qualificare la definizione di piano di risanamento.

In merito a tale qualificazione della fattispecie oggetto di esame, stupisce la

---

<sup>(550)</sup> Si veda in merito, in senso conforme alla interpretazione proposta, D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1081 (spec. nt. 28). Con riferimento a tale prassi interpretativa si fa rinvio a quanto richiamato al paragrafo 3.2 che precede di cui al Capitolo II.

<sup>(551)</sup> Nel qual caso, troveranno applicazione tutte le limitazioni e garanzie di cui all'Articolo 2441 stesso che fungeranno, nel caso di specie, da ulteriori garanzie in favore degli azionisti di minoranza privati del diritto di *exit* in caso di operatività dell'esenzione. In merito, in senso conforme all'interpretazione proposta, si veda D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1081.

collocazione della qualificazione stessa. Si nota, infatti, come la stessa non risulti declinata in connessione alla ulteriore condizione applicativa rappresentata del piano di risanamento (ai fini di definire lo stesso, in linea con quanto fatto dal Legislatore fallimentare) bensì, piuttosto, in connessione all'aumento di capitale. La norma, infatti, richiede che l'aumento di capitale dell'emittente, posto in essere ai fini del salvataggio dello stesso, risulti idoneo al *risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria*. L'aumento di capitale dovrà essere idoneo a conseguire le finalità proprie del piano di risanamento<sup>(552)</sup>.

A giudizio di chi scrive, la diversa collocazione della qualificazione oggetto di esame non si riduce ad una variazione dal mero carattere estetico. Laddove, come si crede, risulti necessario attribuire una rilevanza propria a tale scelta del Legislatore delegato, si deve giungere alla conclusione che la qualificazione dell'aumento di capitale nel senso suindicato, denota la volontà della Consob di riservarsi un'area di scrutinio (attesa la peculiarità della ipotesi di esenzione<sup>(553)</sup>) circa la idoneità del rafforzamento patrimoniale posto in essere in connessione alla operazione di salvataggio dell'emittente a consentire - effettivamente ed efficacemente - il *turnaround* della società e che, pertanto, le risorse finanziarie rivenienti dallo stesso risultino - effettivamente - idonee al ristabilimento dell'equilibrio finanziario dell'emittente.

### 5.3 ESENZIONE EX ARTICOLO 49, COMMA 1°, LETT. B), N. 3), REG. EMITTENTI IN CASO DI SUSSISTENZA DI "OPERAZIONI DI SALVATAGGIO" COMPIUTE IN CONNESSIONE AD UNA IPOTESI DI "STATO DI CRISI RESIDUALE"

#### 5.3.1 Descrizione generale della fattispecie di esenzione residuale

---

<sup>(552)</sup> Si veda, in senso conforme alla interpretazione proposta, D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1081.

<sup>(553)</sup> Si rinvia in merito alle considerazioni di cui al paragrafo 5.2.1 che precede di cui al presente Capitolo III.

Come si è avuto modo di accennare nei paragrafi che precedono<sup>(554)</sup>, la terza fattispecie di esenzione completa il sistema delle esenzioni relative al caso di salvataggio di società in crisi suesposte (introdotta nel nostro ordinamento tramite la novella normativa adottata con la Delibera Consob) e costituisce una ipotesi di esenzione avente carattere "residuale"<sup>(555)</sup>. La stessa, pertanto, risulterà applicabile a tutte quelle ulteriori situazioni di crisi che non siano riconducibili a una delle situazioni tassativamente indicate al n. 1) (c.d. situazioni di "crisi oggettiva") ed al n. 2) (c.d. "situazioni di crisi extra-concorsuale") di cui alla lett. b) dell'Articolo 49, comma 1°, del Reg. Emittenti<sup>(556)</sup>.

In particolare, la fattispecie di esenzione troverà applicazione laddove, in presenza di una situazione di crisi diversa da quelle summenzionate, sia esperita la procedura del *whitewash* secondo le due modalità alternative di seguito richiamate<sup>(557)</sup>:

- (a) nel caso in cui l'assemblea degli azionisti risulti competente a decidere in merito all'operazione di salvataggio che dovrebbe beneficiare

---

<sup>(554)</sup> Si rinvia in merito alle considerazioni di cui ai paragrafi 1, 2.1, 3 e 4.1 che precedono di cui al presente Capitolo III.

<sup>(555)</sup> Cfr. D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1081, F. FAUCEGLIA, *Commento sub art. 106*, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., p. 1410, V. LUPOLI, *L'esenzione da opa obbligatoria nelle operazioni di "salvataggio" di società quotate in crisi, i casi Gabetti, Risanamento e Omnia Network*, in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., p. 135 e P. RAINELLI, *OPA obbligatoria: rassegna degli orientamenti Consob*, cit., p. 649.

<sup>(556)</sup> In tal senso, d'altronde, ha avuto modo di esprimersi anche la stessa autorità di controllo richiamando come la norma sul c.d. *whitewash* costituisca una "norma di chiusura nell'ambito delle ipotesi di salvataggio di società in crisi, in quanto è applicabile non soltanto alle situazioni di crisi dell'emittente non tipizzate dalla Consob, ma anche ove manchino i presupposti per l'applicabilità delle esenzioni espressamente contemplate nei punti 1) e 2) del richiamato art. 49, comma 1, del Regolamento Emittenti" (cfr. Comunicazione Consob n. DCG/12080915 dell'11 ottobre 2012).

<sup>(557)</sup> Si veda in merito, per la descrizione di tale meccanismo, D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1082, F. FAUCEGLIA, *Commento sub art. 106*, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., p. 1410, V. LUPOLI, *L'esenzione da opa obbligatoria nelle operazioni di "salvataggio" di società quotate in crisi, i casi Gabetti, Risanamento e Omnia Network*, in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, cit., pp. 135-136, P. RAINELLI, *OPA obbligatoria: rassegna degli orientamenti Consob*, cit., pp. 649-650 e R. COSTI, *Il Mercato Mobiliare*, cit., p. 102.

dell'esenzione<sup>(558)</sup>, l'operazione stessa sia approvata, senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea, (diversi dall'acquirente), dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza anche relativa dell'emittente purché superiore al 10%<sup>(559)</sup>; ovvero

(b) nel caso in cui, con riferimento all'operazione di salvataggio, non debba essere assunta una delibera da parte dell'assemblea dei soci dell'emittente, tale operazione sia approvata con il voto favorevole della maggioranza dei soci, diversi dall'acquirente, dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa dell'emittente, che si siano espressi tramite una dichiarazione contenuta su apposita scheda predisposta e messa da disposizione dall'emittente<sup>(560)</sup> (c.d. "meccanismo referendario").

Con riguardo a questa fattispecie la Consob ha voluto affidare agli azionisti di minoranza la scelta in merito ad una eventuale rinuncia al diritto di *exit* in concomitanza con un cambio del controllo deferendo agli stessi la scelta tra la rinuncia al diritto di *exit* stesso e l'acconsentire alla implementazione del piano di salvataggio della società<sup>(561)</sup>.

### 5.3.2 Gli obblighi informativi connessi alla procedura di *whitewash*

Con riferimento ad entrambe le ipotesi *sub par.* (a) e *par.* (b), ed in linea con le proposte di miglioramento suggerite con riferimento alla proposta di modifica di cui

---

<sup>(558)</sup> L'esenzione potrà trovare applicazione anche nel caso in cui la competenza non sia originariamente prevista in capo all'assemblea dei soci ma gli amministratori chiedano una autorizzazione assembleare *ex* Articolo 2364, comma 1°, n. 5, del Codice Civile.

<sup>(559)</sup> Cfr. Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), par. (i), Reg. Emittenti.

<sup>(560)</sup> Cfr. Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), par. (ii), Reg. Emittenti.

<sup>(561)</sup> Si veda in questi termini D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1083.

al Primo Documento di Consultazione<sup>(562)</sup>, è stato previsto di integrare la disciplina prevedendo un'apposita informativa in merito alla efficacia esimente dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto conseguente ad una eventuale approvazione da parte della richiesta maggioranza di *independent shareholders*. In merito, più in dettaglio, ai sensi dell'Articolo 49, comma 3°, del Reg. Emittenti, si prevede che, con riguardo alla fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), par. (i), Reg. Emittenti, le relazioni sulle materie all'ordine del giorno previste dall'Articolo 125-ter di cui al Testo Unico della Finanza<sup>(563)</sup> contengano "informazioni dettagliate circa l'efficacia esimente dall'obbligo di offerta derivante dall'approvazione dell'operazione"<sup>(564)</sup>, laddove, con riguardo alla fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), par. (ii), Reg. Emittenti, le medesime informazioni siano fornite dall'organo amministrativo della società e messe a disposizione "unitamente alla scheda per la votazione e pubblicate sul sito internet della società"<sup>(565)(566)</sup>.

---

<sup>(562)</sup> Cfr. STUDIO LEGALE GALBIATI, SACCHI E ASSOCIATI, *Documento di consultazione 6 ottobre 2010 – "Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio". Osservazioni trasmesse dallo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati, cit., pp. 22-23.*

<sup>(563)</sup> Ai sensi della disposizione in oggetto si prevede, *inter alia*, che l'organo di amministrazione dell'emittente, entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea previsto in ragione di ciascuna delle materia all'ordine del giorno, metta a disposizione del pubblico presso la sede sociale, sul sito internet della società, e con le altre modalità previste dalla Consob con regolamento, una relazione su ciascuna delle materie all'ordine del giorno.

<sup>(564)</sup> Si ritiene che, data la delicatezza della decisione da adottarsi da parte degli azionisti, un particolare *focus* dovrà essere dedicato nella relazione *ex* Articolo 125-ter di cui al Testo Unico della Finanza agli eventuali effetti diluitivi conseguenti all'implementazione della operazione nonché alla identità del soggetto che, in conseguenza della stessa, verrà a detenere il controllo dell'emittente.

<sup>(565)</sup> Si veda in merito D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II, cit., pp. 1082-1083.*

<sup>(566)</sup> Con riferimento ad un caso recentemente oggetto di scrutinio da parte dell'autorità di controllo avente ad oggetto una operazione di aumento di capitale a pagamento, scindibile, con esclusione del diritto di opzione e rispetto al quale è stato invocata l'applicazione del meccanismo del *whitewash* si ricorda come le seguenti informazioni sono state fornite agli azionisti in ossequio al combinato disposto di cui all'Articolo 125-ter di cui al Testo Unico della Finanza e all'Articolo 49, comma 3°, del Regolamento Emittenti: (i) le motivazioni e la destinazione dell'aumento di capitale, (ii) le forme di collocamento del medesimo, (iii) i criteri di determinazione del prezzo di emissione, (iv) il periodo previsto per l'aumento di capitale, (v) la data di godimento delle azioni di nuova emissione, e (vi) gli importi massimi degli aumenti di capitale riservati ai diversi sottoscrittori (cfr. Comunicazione Consob n. DCG/12002448 del 12

### 5.3.3 Le condizioni di applicazione dell'esenzione in generale

Sulla base di quanto suesposto si rileva come, per quanto attiene alla fattispecie *sub* Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), par. (i), Reg. Emittenti, si richiede che – diversamente da quanto previsto dalla prima proposta di modifica del Reg. Emittenti da parte della Consob contenuta nel Primo Documento di Consultazione<sup>(567)</sup> – ai fini di poter ritenere applicabile tale fattispecie di esenzione residuale<sup>(568)</sup>, la maggioranza degli azionisti di minoranza<sup>(569)</sup> non si sia espressa in senso contrario rispetto alla proposta di transazione sottoposta al voto dell'assemblea dei soci<sup>(570)</sup>.

L'impostazione della norma ha determinato il principale effetto di rendere rilevante, con riguardo all'applicazione dello specifico istituto del *whitewash*,

---

gennaio 2012). In merito, la Consob ha ritenuto che la mancata *disclosure* in merito al nome dell'investitore non rendesse l'informativa fornita agli azionisti inadeguata rilevato come "*soltanto l'esito positivo delle trattative avrebbe permesso [...] di spendere la denominazione sociale*" di tale nuovo investitore e che "*il complesso informativo a disposizione degli azionisti in sede assembleare, i ridottissimi margini di discrezionalità [dell'organo gestorio, ndr], il tempo necessario allo svolgimento delle trattative [...]*" risultassero costituire fattori idonei a far ritenere che "*gli azionisti in sede assembleare [avessero] esercitato il diritto di voto pienamente informati*". Sul punto si veda F. MUCCIARELLI, *Esenzione dall'opa obbligatoria per salvataggio: le decisioni Consob*, cit., pp. 565-566.

<sup>(567)</sup> Si veda quanto richiamato al paragrafo 1 che precede di cui al presente Capitolo III.

<sup>(568)</sup> In aggiunta all'unico ulteriore requisito di applicabilità rappresentato dalla sussistenza di uno "*stato di crisi*".

<sup>(569)</sup> Individuati, in tale disposizione, in negativo (risultando gli stessi essere gli azionisti diversi dall'azionista di controllo (attuale – al momento della votazione) e del soggetto che, per effetto dell'implementazione della prospettata operazione, risulterebbe essere il nuovo soggetto detentore di una partecipazione nel capitale sociale dell'emittente superiore alla soglia individuata all'Articolo 106 del Testo Unico della Finanza).

<sup>(570)</sup> Assumendo, con riguardo a tale fattispecie, (i) che gli azionisti di maggioranza dell'emittente detengano una partecipazione pari al 30% del capitale sociale, (ii) che l'acquirente detenga una partecipazione del 10% e, infine, (iii) che vi sia una partecipazione totalitaria alla votazione dell'assemblea dei soci da parte di tutti i soci della stessa, l'esenzione non troverà applicazione laddove gli azionisti di minoranza rappresentativi di una quota del capitale sociale superiore al 30% esprimano un parere negativo con riferimento alla prospettata operazione di salvataggio. Assumendo, viceversa, che, ferme le altre condizioni, l'azionista di maggioranza relativa detenga una partecipazione pari al 9% del capitale sociale, l'esenzione non troverà applicazione laddove gli azionisti di minoranza rappresentativi di una quota di capitale superiore al 45% esprimano un parere negativo con riferimento alla prospettata operazione di salvataggio.

esclusivamente la maggioranza degli azionisti "attivi" della società, in quanto le azioni oggetto di astensione non risultano essere computate come voti contrari<sup>(571)</sup>.

Si segnala infine come, in coerenza con l'analogia modificata apportata alla previsione dell'Articolo 44-bis del Reg. Emittenti, l'autorità di controllo ha ritenuto di prevedere, analogamente a quanto previsto dall'Articolo 107 del Testo Unico della Finanza<sup>(572)</sup>, che venga escluso dal *quorum* per il voto autorizzativo dell'esenzione, di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), par. (i), Reg. Emittenti, solo il socio che detenga una partecipazione di maggioranza che sia superiore al 10%, onde non escludere, ai fini del *whitewash*, il voto di coloro che detengono una partecipazione inferiore alla soglia individuata dall'Articolo 2359, comma 3°, del Codice Civile, per cui si presume l'esercizio di un'influenza notevole<sup>(573)</sup>.

Per quanto concerne, viceversa, la fattispecie *sub* Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), par. (ii), Reg. Emittenti, si rileva come la modalità di approvazione di una operazione di salvataggio tramite il meccanismo del *whitewash* (con conseguente applicazione di una esenzione dall'obbligo di o.p.a.) sia rimessa alla maggioranza degli *independent shareholders*<sup>(574)</sup> e, diversamente dalla fattispecie di cui al paragrafo (i), non sia previsto nessun *quorum* costitutivo cui subordinare l'applicazione del

---

<sup>(571)</sup> Cfr. in tale senso P. RAINELLI, *OPA obbligatoria: rassegna degli orientamenti Consob*, cit., p. 650 (spec. nt. 105) e P. LUCANTONI, *Esenzioni dall'obbligo e offerte pubbliche di acquisto preventive*, in *Le Offerte Pubbliche di Acquisto* a cura di M. STELLA RICHTER JR, cit., p. 203. In senso favorevole rispetto all'adozione di tale modifica si veda F. FAUCEGLIA, *Commento sub art. 106*, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., p. 1410 (spec. nt. 94).

<sup>(572)</sup> Si fa rinvio, in merito, a F. TROISI e G. VERZELLI, *Commento sub art. 107*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. FRATINI e G. GASPERINI, cit., p. 1417-1418 ss.

<sup>(573)</sup> Cfr. Consob, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio - Esiti della Seconda Consultazione*, 5 aprile 2011, cit., pp. 91-92.

<sup>(574)</sup> Assumendo, per semplicità, (i) che gli azionisti di maggioranza dell'emittente detengano una partecipazione pari al 30% del capitale sociale, (ii) che l'acquirente detenga una partecipazione del 10% e, infine, (iii) che alla votazione referendaria partecipino tutti gli azionisti della società, ai fini dell'applicabilità dell'esenzione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), par. (ii), Reg. Emittenti dovranno esprimere un parere favorevole un numero di azionisti di minoranza rappresentanti, complessivamente, una quota partecipativa superiore al 30% del capitale sociale dell'emittente.

*whitewash*<sup>(575)</sup>.

#### 5.3.4 **Questioni interpretative in merito al meccanismo del *whitewash*: la nozione di "stato di crisi" e il rapporto tra le fattispecie "tipiche" e l'ipotesi residuale di esenzione**

Con riguardo alla disciplina del *whitewash* si rilevano le seguenti perplessità.

In primo luogo, il riferimento contenuto in tale fattispecie ad una definizione generica di "stato di crisi" (scelta diametralmente opposta rispetto a quanto deciso con riferimento alle fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1) e n. 2), del Reg. Emittenti), appare tradire l'intento iniziale della Consob di dare maggiore certezza ai soggetti interessati alla certezza dei presupposti per l'applicabilità dell'esenzione in caso di salvataggio di società in crisi<sup>(576)</sup>. L'assenza di un'individuazione tassativa dei casi di crisi in cui troverà applicazione la procedura del *whitewash*, comporta che la definizione del perimetro di applicazione della generica definizione di stato di crisi oggi prevista sarà rimessa, come in passato, all'attività interpretativa da parte della Consob.

Ciò determinerà, a tutta evidenza, che quanto precedentemente elaborato da parte della stessa in merito a tale nozione in corso di vigenza della preesistente disciplina si intenda pienamente applicabile all'ipotesi di esenzione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), del Reg. Emittenti<sup>(577)</sup>.

Come ricordato<sup>(578)</sup>, alla luce di un percorso ermeneutico/interpretativo più che decennale, la Consob, in corso di vigenza dell'Articolo 49, è giunta a definire una

---

<sup>(575)</sup> Anche con riferimento a tale fattispecie si rendere necessario rilevare la sussistenza di uno "stato di crisi" dell'emittente ai fini dell'applicabilità dell'esenzione.

<sup>(576)</sup> Cfr. CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, Allegato N. 7, cit., p. 6.

<sup>(577)</sup> Si veda paragrafo 3.1.4 di cui al Capitolo II che precede.

<sup>(578)</sup> In senso conforme a tale interpretazione si veda F. FAUCEGLIA, *Commento sub art. 106*, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., p. 1410 (spec. nt. 93) e D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1082 (spec. nt. 32).

nozione di crisi dalla valenza "*economico-finanziaria*" che risulti attestata, in ogni caso, da indici/parametri il più possibile oggettivi/immediatamente riscontrabili.

Anche alla luce della valutazione di tale percorso interpretativo, si concorda con quanti abbiano sostenuto che – tenuto conto delle fattispecie di crisi già recepite all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1) e n. 2), del Reg. Emittenti e delle ulteriori diverse fattispecie ritenute rilevanti da parte della Consob ai fini soddisfacimento del preesistente requisito di applicabilità rappresentato dallo "*stato di crisi*" – non resti un margine elevato per poter immaginare ulteriori "*situazioni si crisi*" in relazioni alle quali possa trovare applicazione il meccanismo di esenzione rappresentato dal *whitewash*<sup>(579)</sup>. Tra queste, sembra di poter immaginare che possano assumere rilevanza tre fattispecie distinte: (a) la remota circostanza nella quale, pur sussistendo una situazione di "*tensione finanziaria*", ovvero di una "*debolezza patrimoniale*" testimoniata da indici economico-finanziari negativi<sup>(580)</sup>, nei confronti dell'emittente non sia stata avviata una procedura concorsuale, non sia stato sottoscritto un accordo di ristrutturazione dei debiti, *ex* Articolo 182-*bis* della Legge Fallimentare, ovvero non sia stato adottato un piano di risanamento asseverato *ex* Articolo 67, comma 3°, lett. d), della Legge Fallimentare; (b) il caso – già precedentemente ritenuto rilevante da parte della Consob ai fini dell'applicazione dell'esenzione in caso di operazioni di salvataggio<sup>(581)</sup> – costituito dalla circostanza nella quale il revisore abbia emesso un giudizio negativo in merito all'ultimo bilancio dell'emittente<sup>(582)</sup>; e (c) il caso in cui, pendente l'omologazione dell'accordo di ristrutturazione da parte del competente tribunale (e, pertanto, non risultando applicabile la fattispecie di esenzione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1), par. (ii), del Reg. Emittenti), l'operazione

---

<sup>(579)</sup> Cfr. G. GUIZZI, *Osservazioni al documento di consultazione pubblica sulla proposta di revisione della regolamentazione in materia di OPA e OPS*, 15 novembre 2010, cit., pp. 12-13.

<sup>(580)</sup> Si rinvia all'esame delle comunicazioni Consob di cui al paragrafo 3.1.1 del Capitolo II che precede.

<sup>(581)</sup> Si rinvia all'esame delle comunicazioni Consob di cui al paragrafo 3.1.2 del Capitolo II che precede.

<sup>(582)</sup> Si ricorda come tale fattispecie di situazione di crisi fosse stata inserita da parte della Consob tra le fattispecie attestanti uno stato di crisi "*oggettivo*" di cui all'Articolo, comma 1°, lett. b), n. 1), del Regolamento Emittenti.

venga in ogni caso resa esente ai fini o.p.a. tramite la procedura del *whitewash*.

Sempre con riguardo al riferimento contenuto nella norma al concetto di "situazione di crisi", si rileva come – durante il recente periodo di applicazione della norma – la Consob abbia mostrato di qualificare la fattispecie residuale di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), del Reg. Emittenti non come una ipotesi di "stretta applicazione residuale" (i.e. quale una ipotesi che trovi applicazione con riguardo esclusivamente ai casi di crisi non previsti dalle altre fattispecie di cui al n. 1) e n. 2) della norma summenzionata) bensì quale "categoria residuale"<sup>(583)</sup> dal perimetro applicativo amplissimo (idoneo a ricomprendere le ipotesi di crisi di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1) e n. 2)). Secondo la Consob, pertanto, le tre fattispecie di esenzione di cui ai nn. 1), 2) e 3) non sarebbero mutualmente esclusive<sup>(584)</sup> e, questo, in chiaro contrasto con il dato testuale della fattispecie di cui al n. 3) che espressamente fa riferimento, nel definire i casi di crisi rispetto ai quali tale ultima ipotesi trova applicazione, alle "situazion[i] di crisi non riconducibil[i] a una delle situazioni descritte nei numeri 1 e 2"<sup>(585)</sup>. L'impostazione sino ad oggi fatta propria da parte della Consob (probabilmente fondata sull'intento di favorire – in un periodo di conclamata crisi economica – la circolazione dei pacchetti di controllo di società in difficoltà)<sup>(586)</sup> risulta, pertanto, ampliare enormemente il campo di applicazione dell'esenzione in caso di salvataggio di società in stato di crisi<sup>(587)</sup> con il rischio di applicazione dell'esenzione stessa a casi di crisi non conclamati / oggettivi in relazione ai quali siano strutturate operazioni di salvataggio che non garantiscano la

---

<sup>(583)</sup> Cfr. F. MUCCIARELLI, *Esenzione dall'opa obbligatoria per salvataggio: le decisioni Consob*, cit., p. 564.

<sup>(584)</sup> Cfr. F. MUCCIARELLI, *Esenzione dall'opa obbligatoria per salvataggio: le decisioni Consob*, cit., p. 564.

<sup>(585)</sup> Cfr. Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), Reg. Emittenti. F. MUCCIARELLI, *Esenzione dall'opa obbligatoria per salvataggio: le decisioni Consob*, cit., p. 567, parla, in proposito, chiaramente di interpretazione "anti-letterale".

<sup>(586)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/11081302 del 30 settembre 2011 e Comunicazione Consob n. DCG/12080915 dell'11 ottobre 2012.

<sup>(587)</sup> Cfr. F. MUCCIARELLI, *Esenzione dall'opa obbligatoria per salvataggio: le decisioni Consob*, cit., p. 567.

parità di trattamento tra i soci (di minoranza e di controllo)<sup>(588)</sup>.

### 5.3.5 (Segue). L'assenza di ulteriori requisiti applicativi

Un secondo tema che pare assumere un rilievo preminente è rappresentato dalla constatazione del fatto che l'applicazione dell'esenzione oggetto di analisi riposi esclusivamente sull'esistenza di due requisiti applicativi: (a) la sussistenza di uno stato di crisi (nozione genericamente individuata e, pertanto, potenzialmente avente un perimetro di applicazione astrattamente anche molto ampio)<sup>(589)</sup>, nonché (b) il rispetto della procedura del *whitewash*. L'attribuzione conferita, da parte dell'autorità di controllo, agli azionisti di minoranza del potere di decidere in merito alla concessione di un'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto, senza che vi sia un vaglio preventivo da parte di un organo terzo, ovvero da parte dell'autorità di controllo stessa, appare essere eccessivamente incondizionata<sup>(590)</sup>; ciò soprattutto se si tiene conto dello scarso attivismo degli azionisti di minoranza nel contesto dei mercati finanziari domestici e del rischio che – come segnalato in dottrina – si corra il potenziale rischio<sup>(591)</sup> di una forma concordata di esenzione dall'obbligo di offerta pubblica tra potenziale acquirente del controllo e la maggioranza degli azionisti di minoranza<sup>(592)</sup>.

Al riguardo stupisce, più di ogni altra circostanza, il fatto che l'esenzione

---

<sup>(588)</sup> Cfr. F. MUCCIARELLI, *Esenzione dall'opa obbligatoria per salvataggio: le decisioni Consob*, cit., p. 564.

<sup>(589)</sup> Cfr. G. GUIZZI, *Osservazioni al documento di consultazione pubblica sulla proposta di revisione della regolamentazione in materia di OPA e OPS*, 15 novembre 2010, cit., pp. 12-13.

<sup>(590)</sup> In senso conforme si veda G. GUIZZI, *Osservazioni al documento di consultazione pubblica sulla proposta di revisione della regolamentazione in materia di OPA e OPS*, 15 novembre 2010, cit., pp. 12-13.

<sup>(591)</sup> Cfr. G. GUIZZI, *Osservazioni al documento di consultazione pubblica sulla proposta di revisione della regolamentazione in materia di OPA e OPS*, 15 novembre 2010, cit., pp. 12-13 e, riprendendo tale autore, P. LUCANTONI, *Esenzioni dall'obbligo e offerte pubbliche di acquisto preventive*, in *Le Offerte Pubbliche di Acquisto* a cura di M. STELLA RICHTER JR, cit., p. 207.

<sup>(592)</sup> *Contra* D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F., Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, cit., p. 1083.

possa essere accordata anche in assenza di un rafforzamento patrimoniale<sup>(593)</sup>. Ciò, si presume, sull'errata convinzione che gli azionisti di minoranza (in un contesto critico quale una situazione di crisi dell'emittente foriera, per definizione, di sviluppi incerti) possano essere i soggetti idonei a cui deferire la scelta in merito alla bontà di una operazione di salvataggio della stessa società<sup>(594)</sup>. Meraviglia altresì che ulteriori condizioni di applicazione (recepite con riguardo ad altre fattispecie di esenzione), che avrebbero dovuto rappresentare un meccanismo di salvaguardia, non siano state recepite con riguardo alla fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), del Reg. Emittenti<sup>(595)</sup>.

**5.3.6 (Segue). L'asimmetria tra la fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), par. (i) e di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), par. (ii), del Regolamento Emittenti: possibili problemi applicativi**

Una ultima discrasia (di cui non pare evidente la *ratio*) è rappresentata dalla asimmetria sussistente tra la fattispecie di cui, rispettivamente, all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), par. (i) e di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), par. (ii), del Reg. Emittenti. Al riguardo, si segnala come l'individuazione della maggioranza della minoranza di cui alle due disposizioni risulti essere fondata su un meccanismo di computo non perfettamente allineato. Si fa riferimento, in particolare, al fatto che, con riguardo all'ipotesi di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), par. (i), del Reg. Emittenti sia previsto un meccanismo di stilizzazione della partecipazione dell'azionista di maggioranza (laddove la stessa sia inferiore al 10%

---

<sup>(593)</sup> Cfr. G. GUIZZI, *Osservazioni al documento di consultazione pubblica sulla proposta di revisione della regolamentazione in materia di OPA e OPS*, 15 novembre 2010, cit., pp. 12-13 e p. 15.

<sup>(594)</sup> Per quanto attiene all'opportunità ed alla legittimità del deferimento agli azionisti di minoranza della decisione in merito alla rinuncia al diritto di *exit* da parte di (tutti) gli azionisti dell'emittente, si fa rinvio a G. GUIZZI, *Osservazioni al documento di consultazione pubblica sulla proposta di revisione della regolamentazione in materia di OPA e OPS*, 15 novembre 2010, cit., p. 14.

<sup>(595)</sup> Si pensa principalmente alla condizione dell'assenza di acquisti di azioni dell'emittente posti in essere nei dodici mesi anteriori al momento del cambio del controllo di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 2), del Reg. Emittenti; in merito si veda quanto richiamato al paragrafo 5.2.4 che precede di cui al presente Capitolo III.

del capitale sociale dell'emittente), mentre il medesimo meccanismo non sia previsto anche con riguardo alla fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), par. (ii), del Reg. Emittenti. Tale discrasia comporta che, con riguardo a emittenti il cui azionista di controllo relativo posseda una partecipazione inferiore al 10% del capitale sociale, laddove trovasse applicazione la procedura di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), par. (i), l'applicazione dell'esenzione risulterebbe rimessa alla decisione di una maggioranza della minoranza (in valore assoluto) più elevata rispetto alla fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), par. (ii)<sup>(596)</sup> e, pertanto, probabilmente, la concessione dell'esenzione risulterebbe più probabile.

## 6. IL CASO FONDIARIA-SAI

Un'importante pronuncia da parte della Consob, che merita di essere menzionata in specifico per la sua rilevanza "*storica*"<sup>(597)</sup>, ha riguardato il caso della complessa operazione di integrazione, da realizzarsi tramite una operazione di fusione, tra, da un lato, Unipol Assicurazioni S.p.A. (di seguito, "**Unipol**") e, dall'altro, la società quotata Premafin Finanziaria S.p.A. (di seguito, "**Premafin**") (congiuntamente alle sue due società controllate (*i.e.* Fondiaria Sai S.p.A. (di seguito, "**Fonsai**") e Milano Assicurazioni S.p.A. (di seguito, "**Milano Assicurazioni**")).

La vicenda – che assume una peculiare rilevanza con riguardo all'oggetto di indagine di cui al presente lavoro in considerazione delle molteplici specifiche operazioni oggetto di valutazione da parte della Consob alla luce della disciplina dell'esenzione in caso di operazione di salvataggio – prende le mosse da una richiesta formulata da parte dell'ISVAP nei riguardi di Premafin e di Fonsai. In tale richiesta, l'autorità di vigilanza summenzionata ebbe modo di richiedere a tali società la trasmissione dei dettagli di un piano finalizzato ad assicurare l'adeguata

---

<sup>(596)</sup> Si rinvia, in merito, agli esempi di cui alla nt. 567 (per quanto attiene alla fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), par. (i)) e di cui alla nt. 571 (per quanto attiene alla fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), par. (ii)).

<sup>(597)</sup> Comunicazione Consob n. DCG/DIE/CLE/12044042 del 24 maggio 2012.

ricapitalizzazione della seconda di tali società.

In tale contesto, Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. ("**Unipol Gruppo Finanziario**")<sup>(598)</sup> sottoscrisse con Premafin un accordo di investimento avente ad oggetto il sopra menzionato progetto di integrazione<sup>(599)</sup> che avrebbe determinato, tra i propri effetti, *inter alia*, (a) il superamento da parte di Unipol Gruppo Finanziario delle soglie di partecipazione rilevanti ai fini dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria in relazione alla partecipazione (direttamente) detenuta in Premafin<sup>(600)</sup>, nonché (b) la configurazione di un obbligo di o.p.a. c.d. indiretta (ovvero a cascata) in capo sempre a Unipol Gruppo Finanziario con riguardo alla partecipazione che tale società sarebbe venuta a detenere (in via indiretta) – per effetto dell'implementazione del progetto di integrazione – nel capitale sociale di Fonsai e di Milano Assicurazioni<sup>(601)</sup>.

In merito, Unipol Gruppo Finanziario – nel quesito proposto alla Consob in merito all'operazione d'integrazione summenzionata – evidenziò come l'acquisto da parte della stessa del controllo diretto di Premafin e del controllo indiretto di Fonsai e

---

<sup>(598)</sup> Società avente il controllo di Unipol Assicurazione.

<sup>(599)</sup> Il piano di investimento prevedeva in specifico: (i) l'aumento di capitale sociale della società Fonsai per un importo complessivo massimo pari ad Euro 1.100 milioni finalizzato a realizzare una ricapitalizzazione della società (in linea con quanto richiesto dall'autorità di controllo ISVAP); (ii) l'aumento del capitale sociale di Unipol Gruppo Finanziario per un identico ammontare massimo complessivo (che risultava finalizzato a finalizzato a (a) sottoscrivere un aumento di capitale di Premafin riservato ad Unipol Gruppo Finanziario per un importo massimo pari ad Euro 400 milioni, volto a rendere disponibili per Premafin le risorse finanziarie necessarie per sottoscrivere, per la propria quota di aumento di capitale, l'aumento di capitale di Fonsai, e (b) mettere a disposizione della società Unipol Assicurazioni i mezzi patrimoniali necessari a consentire all'entità risultante dalla fusione di rispettare le regole della disciplina di settore in materia di margine di solvibilità delle compagnie di assicurazione); (iii) la predisposizione, da parte di Premafin, di un piano di risanamento ai sensi dell'Articolo 67, comma 3, lett. d), della Legge Fallimentare; (iv) la fusione per incorporazione in Fonsai di Premafin, Milano Assicurazioni e la stessa Unipol.

<sup>(600)</sup> Ciò in quanto, per effetto della sottoscrizione dell'aumento di capitale varato da Premafin, UFG sarebbe giunta a detenere una partecipazione in Premafin pari al 50% del capitale sociale di quest'ultima società.

<sup>(601)</sup> Si segnala inoltre che in relazione ad Unipol Gruppo Finanziario avrebbe potuto altresì trovare applicazione – per effetto dell'incremento della propria partecipazione in Fonsai in misura superiore alla soglia del 5% annuo – la fattispecie della o.p.a. da consolidamento ai sensi dell'Articolo. 106, comma 3°, lett. b) del Testo Unico della Finanza e Articolo 46 del Reg. Emittenti.

di Milano Assicurazioni<sup>(602)</sup> fosse teso al ripristino di livelli di solvibilità Fonsai (in linea con le prescrizioni dell'ISVAP) e, pertanto, l'applicazione della fattispecie di esenzione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 2 del Reg. Emittenti. L'acquisto della partecipazione rilevante, infatti, sarebbe stato compiuto (a) tramite la sottoscrizione di un aumento di capitale riservato, finalizzato al salvataggio della società in crisi, e (b) nell'ambito di un piano di risanamento ai sensi dell'Articolo 67, comma 3°, lett. d), della Legge Fallimentare<sup>(603)(604)</sup>.

L'aspetto che più merita di essere evidenziato con riferimento al parere espresso da parte della Consob – con riguardo alle valutazioni espresse in merito all'applicabilità dell'esenzione prevista all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 2 del Reg. Emittenti al caso oggetto di esame<sup>(605)</sup> – risiede nel riferimento contenuto nella stessa a quanto richiamato in precedenza da parte della stessa autorità di controllo con riferimento alla *ratio* della summenzionata disposizione normativa<sup>(606)</sup>; fu rilevato al riguardo come alcune ulteriori pattuizioni tra Unipol Gruppo Finanziario e Premafin

---

(602) Così come l'incremento della propria partecipazione nel capitale sociale di Fonsai (cfr. nt. 598 che precede).

(603) L'acquisto, inoltre, sarebbe avvenuto in assenza di altri acquisti effettuati o pattuiti nei dodici mesi precedenti.

(604) Con riferimento, da un lato, all'acquisto indiretto di azioni della società Milano Assicurazioni, il proponente del quesito rilevava come non dovessero considerarsi soddisfatte le due condizioni poste della normativa ai fini del consolidamento di un obbligo di o.p.a. indiretta. Per quanto concerne, dall'altro, l'acquisto di una partecipazione rilevante in Fonsai, il relativo acquisto, a giudizio di Unipol Gruppo Finanziario e dei propri consulenti legali, avrebbe dovuto considerarsi esentato ai sensi dell'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1, par. (iii) del Reg. Emittenti in quanto acquisto compiuto nel contesto di una ricapitalizzazione in relazione ad una situazione di crisi attestata da una richiesta formulata da parte di una autorità di vigilanza prudenziale. Per quanto attiene, infine, alla rilevanza dell'operazione di riorganizzazione in relazione alla disciplina dell'o.p.a. da consolidamento, il superamento della soglia rilevante per effetto del consolidamento della posizione di Unipol Gruppo Finanziario rispetto alla partecipazione da questa detenuta in Fonsai non avrebbe dovuto essere considerato rilevante ai fini della disciplina in materia di o.p.a., dovendosi considerare la fusione quale presupposto dell'aumento di capitale Premafin sottoscritto da parte di Unipol Gruppo Finanziario.

(605) Si ricorda che l'acquisizione di una soglia rilevante da parte di Unipol Gruppo Finanziario avrebbe avuto luogo a seguito della sottoscrizione di un aumento di capitale riservato a Unipol Gruppo Finanziario stessa e finalizzato al salvataggio di Premafin nel contesto di un piano di risanamento ex Articolo 67, comma 3°, lett. d), della Legge Fallimentare.

(606) Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/11081302 del 30 settembre 2011; si rinvia in merito alla nt. 503 che precede.

(di cui ad alcune "side letter" sottoscritte tra le parti) si ponessero in contrasto con la stessa. In particolare - a giudizio della Consob - la rinuncia da parte di Unipol Gruppo Finanziario all'esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti di tutti gli amministratori e sindaci in carica nell'ultimo quinquennio nelle società Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni<sup>(607)</sup>, avrebbe determinato l'attribuzione di benefici economici in favore degli azionisti di controllo uscenti (a carico del nuovo azionista di controllo e degli altri azionisti della società). Ponendosi in violazione del principio di parità di trattamento tra gli azionisti, l'applicabilità dell'esenzione venne condizionata alla revoca degli obblighi contenuti in tali pattuizioni ancillari sottoscritte tra Unipol Gruppo Finanziario e Premafin<sup>(608)</sup>.

Per quanto attiene all'acquisto indiretto di azioni Fonsai<sup>(609)</sup>, l'autorità di controllo ritenne risultasse applicabile l'esenzione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1 (iii), del Reg. Emittenti, in quanto risultavano sussistenti i relativi requisiti applicativi richiesti dalla norma citata ai fini del riconoscimento dell'esenzione<sup>(610)</sup>.

---

<sup>(607)</sup> Nonché la concessione (in favore di Premafin) di una manleva in caso di violazione dell'impegno di Unipol Gruppo Finanziario summenzionato di non deliberare una azione sociale di responsabilità.

<sup>(608)</sup> La fusione avrebbe contemplato, inoltre, l'attribuzione di un diritto di recesso in capo ai soci Premafin in quanto la società avrebbe mutato il proprio oggetto sociale - trasformandosi da società holding a società operativa. In merito, la Commissione si riservò di ritenere comunque non applicabile l'esenzione nel caso in cui gli azionisti di controllo uscenti avessero esercitato il diritto di recesso in connessione all'implementazione dell'operazione di fusione poiché indizio significativo della esistenza di una intesa in contrasto con la finalità di salvataggio ed il principio di parità di trattamento. L'acquisto da parte di Unipol Gruppo Finanziario delle azioni dei soci rispetto alle quali avrebbe potuto essere esercitato il recesso avrebbe difatti sostanzialmente costituito un vantaggio economico non compatibile con il disegno complessivo dell'intervento di rafforzamento patrimoniale posto in essere oltre che, in astratto, "acquisto pattuito nei dodici mesi precedenti".

<sup>(609)</sup> Con riguardo al quale acquisto la condizione di cui all'Articolo 45, comma 3°, lett. a), del Reg. Emittenti (c.d. "criterio di prevalenza oggettiva") sarebbe risultata soddisfatta (tenuto conto del fatto che (i) la partecipazione detenuta da Premafin nella controllata Fonsai risultava essere la principale partecipazione detenuta, (ii) tale partecipazione rappresentava più di un terzo dell'attivo patrimoniale, ed (iii) essendo superiore, la stessa, ad ogni altra immobilizzazione iscritta in bilancio).

<sup>(610)</sup> Segnatamente, l'acquisto di una partecipazione rilevante compiuto nell'ambito di una ricapitalizzazione finalizzata a rimediare una situazione di crisi "certificata" da una richiesta formulata da un'autorità di vigilanza prudenziale. Più in particolare, la Consob ha valutato la sottoscrizione dell'aumento di capitale di Premafin da parte di Unipol Gruppo Finanziario quale "semplice atto

Per quanto attiene all'acquisto indiretto di azioni di Milano Assicurazioni, la Consob ha in primo luogo confermato il mancato soddisfacimento del criterio di prevalenza oggettiva<sup>(611)</sup>, rimandando la propria valutazione per quanto concerne il criterio di natura valutativa di cui alla lett. b) dell'Articolo 45, comma 3°, Reg. Emittenti al momento di definizione delle decisioni di natura valutativa che le società coinvolte avrebbero dovuto assumere in vista dell'implementazione della fusione.

Per quanto attiene, da ultimo, all'operazione finale dell'integrazione pianificata dalle parti (*i.e.* la fusione per incorporazione di Premafin, Milano Assicurazioni e Unipol Assicurazioni in Fonsai) che avrebbe determinato, con riferimento alla posizione di Unipol Gruppo Finanziario, un incremento della partecipazione azionaria detenuta in Fonsai superiore alla soglia del 5% in un periodo di dodici mesi (con conseguente applicazione della disciplina relativa all'o.p.a. c.d. da consolidamento), la Consob ritenne che tale operazione risultasse esentabile in forza dell'esenzione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1 (iii), del Reg. Emittenti<sup>(612)</sup> "*ben potendo la fusione rappresentare un intervento di rafforzamento patrimoniale secondo le prescrizioni della norma citata*"<sup>(613)</sup>.

Per quanto concerne invece l'operazione di incorporazione di Premafin in Fonsai (operazione che avrebbe determinato un contributo negativo con riferimento al margine di solvibilità della società incorporante Premafin) la Consob ritenne che

---

*strumentale*" rispetto alla operazione di integrazione finalizzata a mettere a disposizione di Premafin le risorse necessarie per consentire a quest'ultima società, per la propria quota di competenza, l'aumento di capitale di Fonsai (e, *pertanto*, meritevole di esenzione).

<sup>(611)</sup> Tale conclusione risultava basata sulla valutazione del fatto che il valore della partecipazione detenuta da parte di Fonsai nella società Milano Assicurazioni rappresentava solamente il 6,6% circa del totale dell'attivo di Fonsai stessa.

<sup>(612)</sup> Tale conclusione risultava motivata dal fatto che l'acquisto da parte di Unipol Gruppo Finanziario sarebbe stato compiuto nel contesto di piano di rafforzamento patrimoniale volto a far fronte ad una situazione di crisi attestata da una richiesta formulata da un'autorità di vigilanza prudenziale.

<sup>(613)</sup> La circostanza che la fusione risultasse seguire un primo intervento di ricapitalizzazione (finalizzato a determinare condizioni minime di continuità aziendale) non venne giudicato sufficiente da parte dell'autorità di controllo ad escludere l'operatività dell'esenzione in presenza di un'operazione che risultava predisposta a seguito di una richiesta dell'autorità di vigilanza prudenziale, nonché giudicata da tale organo di controllo idonea a stabilizzare nel corso del tempo l'intervento di rafforzamento patrimoniale posto in essere ai fini del salvataggio.

tale parte dell'operazione complessiva non potesse essere qualificata quale "rafforzamento patrimoniale" di Fonsai in linea con le richieste dell'ISVAP; al riguardo, pertanto, non risultavano soddisfatte le condizioni previste dall'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1, par. (iii), del Reg. Emittenti. Conseguentemente, una volta accertati i concreti rapporti di concambio, si sarebbe dovuto valutare se l'incremento partecipativo di Unipol Gruppo Finanziario in Fonsai, dovuto alla sola incorporazione di Premafin in Fonsai stessa, avrebbe determinato un superamento della soglia rilevante ai fini dell'o.p.a. da consolidamento.

## 7. CONCLUSIONI

Alla luce delle analisi che precedono in merito alla disciplina dell'esenzione oggetto di studio nel presente lavoro – così come risulta vigente *post* implementazione della Delibera Consob 5 aprile 2011, n. 17731 – si rileva quanto segue.

Come richiamato in precedenza, la riforma della fattispecie rispondeva, nelle intenzioni dell'autorità di controllo<sup>(614)</sup>, all'esigenza di definire con maggiore chiarezza il perimetro applicativo dell'esenzione, nonché all'esigenza di voler assegnare agli azionisti di minoranza – con specifico riferimento alle sole ipotesi di crisi non tassativamente individuate dalla norma (*i.e.* c.d. "crisi non conclamate") – la valutazione circa la convenienza del riconoscimento (o meno) dell'esenzione in concomitanza di un cambio di controllo<sup>(615)</sup>. A tali finalità, si sono accompagnate un approccio "modernizzatore", nonché la evidente volontà da parte dell'autorità di

---

<sup>(614)</sup> Si rinvia al paragrafo 1 di cui al presente Capitolo III nonché alle note n. 360, n. 361 e n. 362.

<sup>(615)</sup> Probabilmente al fine di "delegare" alla minoranza degli azionisti l'onere di valutare, caso per caso, se la concessione di una esenzione (e rinunciare all'eventuale (remoto) diritto di *exit* / ricevimento su base *pro quota* del premio di controllo) risultasse "conveniente" per tali azionisti; probabilmente, anche, al fine di estendere (il più possibile) l'ambito di applicazione della fattispecie di esenzione in un contesto macroeconomico – quale quello italiano – di grave sofferenza nel quale l'implementazione di meccanismi idonei a garantire un mercato del controllo societario efficiente (quali *e.g.* la fattispecie di esenzione oggetto di esame) costituisce una leva non marginale ai fini della determinazione di uno sviluppo positivo della crisi economica.

controllo – dimostrata anche dai recenti sviluppi interpretativi con riferimento alla fattispecie di esenzione residuale di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), del Reg. Emittenti<sup>(616)</sup> ed al c.d. caso Fonsai – di estendere l'ambito applicativo dell'esenzione<sup>(617)</sup> ed utilizzare la stessa al fine di cercare di rendere più efficiente e liquido il mercato del controllo societario (quanto meno con riguardo alle società in stato di crisi) e, pertanto, la circolazione delle partecipazioni di controllo<sup>(618)</sup>.

In merito, si evidenzia come l'obiettivo di definire con maggiore cura i presupposti di applicazione dell'esenzione risulti essere stato solo parzialmente colto. In particolare, se, da un lato, risulta innegabile che la struttura "*tripartita*" dell'esenzione appare essere – in prima istanza – di più immediata e semplice riconducibilità a casi concreti di stati di crisi di emittenti quotati, dall'altro, la valutazione analitica di ciascuna di tali specifiche ipotesi esenzioni (come illustrata nelle pagine che precedono), appare far emergere specifiche complessità applicative e interpretative che, complessivamente, non sembrano rendere le condizioni di applicazione dell'esenzione – complessivamente intesa – di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), di cui al Reg. Emittenti effettivamente di più chiara e inequivoca interpretazione. In particolare, i concetti a valenza generale fatti propri dalla fattispecie delineata dalla previgente disposizione di cui alla summenzionata norma (*i.e.* lo "*stato di crisi*", "*l'aumento di capitale*" e il "*piano di ristrutturazione*")<sup>(619)</sup> e il relativo *corpus* interpretativo elaborato nel tempo da parte della Consob – sebbene risultino essere stati formalmente espunti dalla normativa vigente<sup>(620)</sup> – risultano ancora

---

<sup>(616)</sup> Si veda in merito il paragrafo 5.3.4 che precede e l'analisi richiamata in merito al rapporto tra la fattispecie residuale in oggetto e le fattispecie "*tassative*" di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1) e n. 3), del Reg. Emittenti.

<sup>(617)</sup> Cfr. F. MUCCIARELLI, *Esenzione dall'opa obbligatoria per salvataggio: le decisioni Consob*, cit., p. 567.

<sup>(618)</sup> Cfr. F. MUCCIARELLI, *Esenzione dall'opa obbligatoria per salvataggio: le decisioni Consob*, cit., pp. 567-568.

<sup>(619)</sup> Cfr. paragrafi 3.1, 3.2 e 3.3. di cui al Capitolo II che precede.

<sup>(620)</sup> Con l'eccezione della nozione di "*aumento di capitale*" che risulta ancora presente con riferimento alla fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 2), del Reg. Emittenti e della nozione di "*stato di crisi*" (sebbene con le peculiarità viste nel paragrafo 5.3.4 che prece di cui al presente Capitolo III) di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), del Reg. Emittenti.

applicabili, in misura eterogenea, rispetto alle singole ipotesi di esenzioni individuate dalla vigente disciplina regolamentare. Come segnalato, l'elaborazione intorno al concetto di "*stato di crisi*" risulta ancora pienamente applicabile rispetto alla fattispecie di esenzione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), Reg. Emittenti<sup>(621)</sup> laddove la nozione di "*aumento di capitale*" (come elaborata con riguardo alla previgente disciplina), viceversa, appare mantenere la propria validità, così come definita nel tempo in via interpretativa, con riguardo alla fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 2), Reg. Emittenti<sup>(622)</sup>.

Per quanto attiene alla "*modernizzazione*" dell'impianto normativo precedentemente adottato dal Regolamento Emittenti in merito alla fattispecie oggetto di esame, nonché al conferimento di una delega agli azionisti di minoranza per quanto attiene alla decisione circa l'applicabilità dell'esenzione ai c.d. casi "*residuali*" di crisi, la valutazione delle scelte operate dal legislatore regolamentare deve necessariamente essere più articolata. In dettaglio, se, da un lato, occorre salutare con favore la decisione di recepire nell'alveo della fattispecie di esenzione di cui alla lettera b) dell'Articolo 49, comma 1°, Reg. Emittenti gli istituti di composizione negoziale o *extra-concorsuale* degli stati di crisi nonché la identificazione di fattispecie tassative di stati di crisi cui riconnettere l'applicazione dell'esenzione (che hanno contribuito a rendere tali fattispecie di esenzione di più semplice e immediata applicazione)<sup>(623)</sup>, dall'altro, si rende necessario rilevare come l'introduzione della procedura di *whitewash* – alla luce anche dell'interpretazione fornita da parte della Consob della locuzione legislativa "*una situazione di crisi, non riconducibile a una delle situazioni descritte ai numeri 1) e 2)*" di cui all'Articolo 49,

---

<sup>(621)</sup> Cfr. paragrafo 3.1 di cui al Capitolo II che precede per quanto attiene alla nozione di "*stato di crisi*" rilevante nell'ambito della previgente disciplina e paragrafo 5.3 di cui al presente Capitolo III, per quanto attiene alla fattispecie vigente di esenzione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), Reg. Emittenti.

<sup>(622)</sup> Cfr. paragrafo 3.2 di cui al Capitolo II che precede per quanto attiene alla nozione di "*aumento di capitale*" rilevante nell'ambito della previgente disciplina e paragrafo 5.2 di cui al presente Capitolo III, per quanto attiene alla fattispecie vigente di esenzione di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 2), Reg. Emittenti.

<sup>(623)</sup> Si veda quando richiamato al paragrafo 5 che precede di cui al presente Capitolo III.

comma 1°, lett. b), n. 3), Reg. Emittenti<sup>(624)</sup> – appare dilatere grandemente il perimetro di applicazione dell'esenzione<sup>(625)</sup>, rimettere il giudizio in merito all'applicabilità dell'esenzione ad una (saltuaria) minoranza di azionisti e aprire le porte alla possibilità di una forma "concertata" di esenzione tra azionisti di minoranza e socio di maggioranza subentrante. I pericoli applicativi segnalati appaiono essere ancor più rilevanti nella misura in cui si prenda atto del fatto che non risultano essere stati previste – con riguardo alla fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), Reg. Emittenti – ulteriori forme di garanzia / condizioni di applicabilità (nonché, alternativamente, il vaglio da parte dell'autorità di controllo) ulteriori rispetto alla implementazione della procedura di *whitewash*<sup>(626)</sup>.

Anche alla luce delle considerazioni che precedono, si rileva – da ultimo – come l'intento (malcelato) da parte della Consob di voler estendere il perimetro di applicazione dell'esenzione, volto primariamente a consentire una più agevole circolazione del controllo societario relativamente a società in stato di "distress"<sup>(627)</sup>, sia stato raggiunto, in primo luogo, tramite la definizione a livello normativo di un meccanismo decisionale / referendario incondizionato (deferito agli azionisti di minoranza) di approvazione delle operazioni di salvataggio in casi di crisi "residuali" e, in secondo luogo, a livello interpretativo, tramite quella che pare essere una irragionevole estensione di tali ipotesi di crisi sino al punto da ricomprendersi – contrariamente a quanto reso evidente dall'inequivoco dato testuale<sup>(628)</sup> – anche le fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 1) e 2), Reg. Emittenti e la trasformazione della fattispecie di cui all'Articolo 49, comma 1°, lett. b), n. 3), Reg.

---

<sup>(624)</sup> Si veda quando richiamato al paragrafo 5.3.4 che precede di cui al presente Capitolo III nonché alla valutazione di F. MUCCIARELLI, *Esenzione dall'opa obbligatoria per salvataggio: le decisioni Consob*, cit., p. 564 e p. 567.

<sup>(625)</sup> Si veda quando richiamato al paragrafo 5.3.4 che precede di cui al presente Capitolo III.

<sup>(626)</sup> Si veda quando richiamato al paragrafo 5.3.5 che precede di cui al presente Capitolo III.

<sup>(627)</sup> Tramite la simmetrica limitazione del perimetro di applicazione degli obblighi di offerta pubblica di acquisto individuati nel Testo Unico della Finanza.

<sup>(628)</sup> Cfr. in tal senso F. MUCCIARELLI, *Esenzione dall'opa obbligatoria per salvataggio: le decisioni Consob*, cit., p. 564 e p. 567.

Emittenti da "*fattispecie residuale*" a "*categoria residuale ad applicazione generale*"<sup>(629)</sup>.

In definitiva, anche alla luce dell'*excursus* di cui alle pagine che precedono, sembra di poter rilevare come la valutazione e l'intervento da parte della Consob – inevitabilmente avente una declinazione parzialmente discrezionale – con riguardo ad un punto di equilibrio così delicato della disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto, risulti costituire un fattore ineludibile ed essenziale. Il peculiare contatto di interessi tra loro divergenti cristallizzato nella fattispecie di esenzione di cui all'Articolo 106, comma 1°, lett. a), del Testo Unico della Finanza pare rendere inevitabile – anche laddove il livello di definizione legislativo (*rectius*, regolamentare) appaia essere massimo – il coinvolgimento dell'autorità di controllo a fini interpretativi / definitivi e il ricorso da parte di questa alle elaborazioni prodotte nel corso del tempo. Tale constatazione appare risultare ancor più vera in una epoca storica caratterizzata dal progressivo deterioramento delle condizioni economiche, dal crescente stato di sofferenza delle imprese italiane e da operazioni di ristrutturazione societarie/finanziarie che, nel corso del tempo, risultano essere sempre più complesse ed articolate.

---

(629) Cfr. in senso conforme F. MUCCIARELLI, *Esenzione dall'opa obbligatoria per salvataggio: le decisioni Consob*, cit., p. 567.

Tesi di dottorato "L'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto in caso di salvataggio di società in stato di crisi:  
analisi della fattispecie e della relativa evoluzione legislativa"

di BIFULCO PASQUALE

discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2014

La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).

Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

## INDICE DELLE OPERE CITATE

\*\*\*

ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA - ABI, *Osservazioni al documento di consultazione Consob Revisione della regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 17 novembre 2010, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm).

ASSONIME, *Circolare n. 13/1999*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 33 ss.

ASSONIME, *Osservazioni al documento di consultazione "Modifiche al Regolamento Emittenti in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio" del 6 ottobre 2010*, 8 dicembre 2010, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm).

ASSOSIM, *Risposta alla consultazione Consob relativa al Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e alla revisione della regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 15 novembre 2010, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm).

N. ABRIANI, *O.p.a. incrementale, o.p.a. successiva ed esenzione delle operazioni infragruppo*, in *Giur. comm.*, 1994, I, p. 80 ss.

R. AGOSTINELLI, *Gli accordi di ristrutturazione: artt. 67 e 182 l. fall.*, in *Crisi d'impresa e ristrutturazioni*, a cura di F. Bruno e A. Rozzi, Le Società - Monografie, IPSOA, Milano, 2010, p. 143 ss.

S. AMBROSINI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti e finanziamenti alle imprese in crisi*, Zanichelli Editore, Bologna, 2012.

F. ANNUNZIATA, *Interpretare o «legiferare»? Le comunicazioni persuasive delle Autorità di controllo sui mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 896 ss.

F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli Editore, Torino, 2010.

F. ANNUNZIATA e G. LIACE, *Commento sub art. 106*, in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Giappichelli Editore, Torino, 2010, p. 135 ss.

P. BENAZZO, *I presupposti dell'Opa preventiva*, in *Giur. comm.*, 1994, I, p. 166 ss.

E. BERLANDA, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, II, 1995, p. 880 ss.

E. BERTACCHINI, *I versamenti soci in conto capitale coprono «definitivamente» le perdite - Il commento*, in *Società*, n. 12, 2007, p. 1487 ss.

A. BIANCHI, *Crisi di Impresa e Risanamento*, Ipsoa, Milanofiori Assago (MI), 2010.

F. BONELLI (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, Giuffrè, Milano, 2011.

L. BOGGIO, *Gli accordi di ristrutturazione: il primo "tagliando" a tre anni dal "decreto competitività"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 46 ss.

M.T. BRODASCA, *Copertura di perdite tramite versamenti in conto capitale - Commento*, in *Società*, n. 4, 2003, p. 616 ss.

A. BUSANI e M. SAGLIOCCA, *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp)*, in *Società*, n. 11, 2012, p. 1189 ss.

G. CANALE, *Le nuove norme sul concordato preventivo e sugli accordi di ristrutturazione*, in *Riv. dir. proc.*, 2005, p. 918 ss.

F. CANNELLA, *Commento sub art. 106*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, I, Milano, 1999, p. 325 ss.

F. CANNELLA, *Commento sub art. 107*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, I, Milano, 1999, p. 396 ss.

R. CAPPIELLO, *Rassegna di diritto societario (1993-1998), Azioni, quote e obbligazioni*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 618 ss.

M.C. CARDARELLI, *Le cessioni infragruppo nella legge sulle offerte pubbliche*, estratto da: *Diritto della banca e del mercato finanziario, Volume X - (1996)*, Milano, 1996.

E. CARDI - P. VALENTINO, *L'istituzione Consob. Funzione e struttura*, Milano, 1993.

E. CARDINALE, *Commento sub art. 106, Codice Commentato delle Società (a cura di N. Abriani - M. Stella Richter) - Artt. 2484-2641 c.c., T.U.F. - Normativa complementare*, UTET, Torino, 2010, p. 3189 ss.

C. CAVALLINI (a cura di), *Commentario alla legge fallimentare, Artt. 1-63*, Egea, Milano, 2010.

C. CAVALLINI (a cura di), *Commentario alla legge fallimentare, Artt. 64-123*, Egea, Milano, 2010.

C. CAVALLINI (a cura di), *Commentario alla legge fallimentare, Artt. 124-215*, Egea, Milano, 2010.

CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP, *Commenti al documento di consultazione "Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio"*, 15 novembre 2010, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm).

CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP, *Commenti al secondo documento di*

consultazione "Recepimento della direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e revisione della regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio", 4 marzo 2011, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2011/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2011/osservazioni.htm).

CONFINDUSTRIA, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio - Osservazioni di Confindustria*, 15 dicembre 2010, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm).

CONFINDUSTRIA, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e revisione della regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio - Osservazioni di Confindustria al secondo documento di consultazione*, 15 marzo 2011, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2011/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2011/osservazioni.htm).

CONSOB, *La disciplina dell'opa e dell'opa obbligatoria: una proposta della Consob*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 588 ss.

CONSOB, L. 18 febbraio 1992 n. 142. *Orientamenti interpretativi e criteri applicativi della legge Opa*, in *Bollettino Consob*, 1997, fasc. 5, Ed. Speciale.

CONSOB, *Relazione per l'anno 1998*, Roma, 31 marzo 1999.

CONSOB, *Recepimento Delle Direttiva 2004/25/Ce Del Parlamento Europeo E Del Consiglio E Revisione Della Regolamentazione In Materia Di Offerte Pubbliche Di Acquisto E Scambio*, 6 ottobre 2010 consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/regolamentazione/lavori\\_preparatori/consultazione\\_emittenti\\_20101006.htm?hkeywords=&docid=26&page=0&hits=27](http://www.consob.it/main/documenti/regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_20101006.htm?hkeywords=&docid=26&page=0&hits=27).

CONSOB, *Executive Summary - Recepimento Delle Direttiva 2004/25/Ce Del Parlamento Europeo E Del Consiglio E Revisione Della Regolamentazione In Materia Di Offerte Pubbliche Di Acquisto E Scambio*, 6 ottobre 2010 consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori\\_preparatori/consultazione\\_emittenti\\_20101006\\_executive\\_summary.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_20101006_executive_summary.htm).

CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, Allegato N. 7, *Casi di esenzione dall'applicazione della disciplina dell'OPA obbligatoria*, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori\\_preparatori/consultazione\\_emittenti\\_20101006\\_allegati.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_20101006_allegati.htm).

CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 18 febbraio 2011 consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori\\_preparatori/co](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/co)

nsultazione\_emittenti\_20110218.htm?hkeywords=&docid=23&page=0&hits=27.

CONSOB, *Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 18 febbraio 2011 - Allegato 1 (Nuove Disposizioni Regolamentari in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto), consultabile presso [http://www.google.it/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=1&ved=0CDQQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.consob.it%2Fdocumenti%2FRegolamentazione%2Favori\\_preparatori%2Fesiti\\_consultazione\\_emittenti\\_20110405.pdf&ei=55TKUpu3CsmnhAfVw4AQ&usg=AFQjCNF\\_tiU3ZosOcd1QicY915EkoKnqcw&sig2=AM08JbYMqegOAp\\_jaUXKxg&bvm=bv.58187178,d.ZG4](http://www.google.it/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=1&ved=0CDQQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.consob.it%2Fdocumenti%2FRegolamentazione%2Favori_preparatori%2Fesiti_consultazione_emittenti_20110405.pdf&ei=55TKUpu3CsmnhAfVw4AQ&usg=AFQjCNF_tiU3ZosOcd1QicY915EkoKnqcw&sig2=AM08JbYMqegOAp_jaUXKxg&bvm=bv.58187178,d.ZG4).

CONSOB, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio - Esiti della Seconda Consultazione*, 5 aprile 2011, consultabile presso [http://www.cosnob.it/documenti/Regolamentazione//avori\\_preparatori/esiti\\_consultazione\\_emittenti\\_20110405.pdf](http://www.cosnob.it/documenti/Regolamentazione//avori_preparatori/esiti_consultazione_emittenti_20110405.pdf).

R. COSTI, *I sindacati di voto e di blocco nella legge sull'Opa*, in *Banca, borsa, ecc.*, 1992, I, p. 472 ss.

R. COSTI, *Operazioni infragruppo e OPA obbligatoria*, in *Giur. comm.*, 1993, I, p. 65 ss.

M. CUSMAI - R. D'AMBROSIO, *Riflessioni sull'istituto dell'opa obbligatoria*, in *Riv. dir. comm.*, 1995, p. 407 ss.

A. DE CANTELLIS - P. GIUDICI - P. TERRIBILE, *Rassegna delle comunicazioni Consob in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2001, I, p. 521 ss.

A. DENTAMARO, *Aumenti di capitale e compensazione*, in *Riv. soc.* 1997, p. 1027 ss.

E. DESANA, *Commento sub artt. 104, 105 e 106*, in *Corporate Governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati*, Commentario diretto da G. Cottino, in *Giur. it.*, 1998, p. 2442 ss.

F. DI MAIO, *Ancora sull'Opa: individuazione degli azionisti di controllo*, in *Società*, 1992, p. 1322 ss.

F. DIMUNDO, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: la "meno incerta" via italiana alla "reorganization"*, in *Fallimento*, 2007, p. 708 ss.

F. DI SABATO, *Sulla estinzione per compensazione del debito di conferimento*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 931 ss.

P. DIVIZIA, *I versamenti in conto aumento capitale. Analisi dell'istituto fra regole di bilancio e disciplina societaria*, in *Notariato*, n. 2, 2012, p. 191 ss.

L. ENRIQUES, *Commento sub art. 27*, in *Commentario della legge 18 febbraio 1992, n. 149*, a cura di R. Costi, in *Nuove leggi civ. comm.*, p. 431 ss.

L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002.

D. FANUELE, *Società quotate in crisi – Esenzione OPA*, in *Crisi d'impresa e ristrutturazioni*, a cura di F. Bruno e A. Rozzi, Le Società – Monografie, IPSOA, Milano, 2010, p. 183 ss.

D. FANUELE e F. LIBERATORI, *Commento sub art. 106, comma 5, lettera a)*, in *Commentario T.U.F, Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, Tomo II*, a cura di F. Vella, Giappichelli Editore, Torino, 2012, p. 1077 ss.

F. FAUCEGLIA, *Commento sub art. 106*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasperini, Tomo secondo, 2012, UTET, p. 1389 ss.

G. FIGÀ-TALAMANCA, *Direzione e <<proprietà transitiva>> del controllo di società*, in *Riv. dir. civ.*, 1993, I, p. 353 ss.

D. FINARDI, *Le modifiche al regime di voto nel concordato preventivo: riflessioni sul D.L. n. 83/2012 convertito con modifiche nella L. n. 134/2012*, in *Fallimento*, n. 11, 2013, p. 1407 ss.

F. FLEGO, *Commento sub art. 107*, in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di F. Fauceglia, Giappichelli Editore, Torino, 2010, p. 166 ss.

E. FRASCAROLI SANTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, CEDAM, Padova, 2009.

A. FREDDI, *Commento sub art. 15*, in *Commentario della legge 18 febbraio 1992, n. 149*, a cura di R. Costi, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1997, p. 319 ss.

E. FRENI, *Stato di crisi della società quotata ed esenzione dall'obbligo di opa*, Osservatorio delle Autorità indipendenti, in *Giornale dir. amm.*, 2005, p. 551 ss.

F. GALGANO, *Gruppi di società, insider trading, OPA obbligatoria*, in *Contr. e impr.*, 1992, p. 637 ss.

A. GAMBINO, *L'Opa e la circolazione endogruppo delle partecipazioni di controllo*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 1257 ss.

M. GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, Giuffrè, Milano, 2004.

GIANNI, ORIGONI, GRIPPO & PARTNERS, *Risposta alla consultazione "Regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio"*, 15 novembre 2010, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm).

C. GRIPPA, *Legittimità della compensazione in sede di aumento di capitale sociale: difficoltà di inquadramento del fenomeno*, in *Giur. comm.*, 1998, II, p. 505 ss.

G. GUIZZI, *Osservazioni al documento di consultazione pubblica sulla proposta di revisione della regolamentazione in materia di OPA e OPS*, 15 novembre 2010, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm).

HERMES EQUITY OWNERSHIP SERVICES, *Comments to the Consultation on the "Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio"*, 15 novembre 2010, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm).

ICGN, INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE NETWORK, *Comments on the Consultation "Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio"*, 24 novembre 2010, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm).

A. JORIO, *Un caso esemplare di applicazione dell'art. 182-bis l. fall.*, in F. Bonelli (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, Giuffrè, 2011, p. 81 ss.

G. LA CROCE, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Giur. it.*, 2010, n. 11, p. 2460 ss.

LABRUNA MAZZIOTTI SEGNI STUDIO LEGALE, *Risposta al documento di consultazione "Regolamento Emittenti - Recepimento della Direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio"*, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm).

R. LENER - A. GALANTE, *Elusioni (lecite?) dell'obbligo di OPA obbligatoria*, in *Società*, 1992, p. 463 ss.

R. LENER, *Le finalità di salvataggio di un'impresa in crisi di fronte alla riforma dell'opa obbligatoria*, in *Società*, n. 3/1998, p. 303 ss.

R. LENER, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, in *Diritto Civile*, 1999, II, p. 241 ss.

M. LEOCATA, *Sulla natura giuridica dei versamenti dei soci in conto futuro aumento di capitale, in conto capitale e simili*, in *Contr. e impr.*, n. 4-5, 2012, p. 1271 ss.

M. LISANTI, *L'abrogazione della l. n. 149/1992 fra il testo unico della finanza e la prossima direttiva UE sulle OPA*, in *Corr. giur.*, 1998, I, p. 455 ss.

M. LISANTI, *Se l'Opa sia veramente tale*, commento a Corte d'Appello, 27 novembre 1998, in *Foro it.*, 1999, Vol. II, p. 2713 ss.

G. LO CASCIO, *Il concordato preventivo nel quadro degli istituti di risanamento*, in *Fallimento*, n. 2, 2012, p. 137 ss.

G. LO CASCIO, *Concordato preventivo: incerti profili interpretativi*, in *Fallimento*, n. 1, 2012, p. 5 ss.

P. LUCANTONI, *Esenzioni dall'obbligo e offerte pubbliche di acquisto preventive*, in *Le Offerte Pubbliche di Acquisto* a cura di M. Stella Richter jr, Giappichelli Editore, Torino,

2011, p. 177 ss.

V. LUPOLI, *L'esenzione da opa obbligatoria nelle operazioni di "salvataggio" di società quotate in crisi, i casi Gabetti, Risanamento e Omnia Network*, in F. Bonelli (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 111 ss.

M. MANULLI, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle S.p.A.: riflessioni critiche*, in *Società*, n. 11, 2013, p. 1191 ss.

P. MARCHETTI, *Opa obbligatoria e circolazione del controllo all'interno del gruppo*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 1259 ss.

P. MARCHETTI, *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 1 ss.

P. MARCHETTI, *Frazionamento dell'acquisto diretto ed opa successiva*, in *Riv. soc.*, 1994, p. 1045 ss.

V.N. MARZONA, *L'amministrazione pubblica del mercato mobiliare*, Padova, 1988.

M. MASCIOCCHI, *Il Turnaround management - Come recuperare e rilanciare le aziende*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2007.

G. MEO, *I piani "di risanamento" previsti dall'art. 67 l. fall.*, in *Giur. comm.*, 2011, 1, p. 30 ss.

A. MIGNOLI, *Riflessioni critiche sull'esperienza italiana dell'opa: idee, problemi, proposte*, in *Riv. soc.*, 1986, p. 7 ss.

U. MOLINARI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l. fall.: i casi Gabetti Property Solutions S.p.A. e Risanamento S.p.A.*, in F. Bonelli (a cura di), *Crisi di Imprese: Casi e Materiali*, Giuffrè, 2011, p. 47 ss.

A. MONGIELLO, *L'offerta pubblica d'acquisto. Disciplina italiana e Opa comunitaria: soluzioni a confronto*, in *Il diritto del mercato mobiliare*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1997.

P. MONTALENTI, *La legge italiana sulle offerte pubbliche: prime riflessioni*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 831 ss.

P. MONTALENTI, *Le offerte pubbliche di acquisto. Le fattispecie obbligatorie*, Giuffrè, Milano, 1995.

P. MONTALENTI, *Disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 890 ss.

P. MONTALENTI, *Commento sub art. 10*, in *Commentario della legge 18 febbraio 1992, n. 149*, a cura di R. Costi, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1997, p. 246 ss.

P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2011, p. 319 ss.

G.D. MOSCO, *La raccolta dei capitali in un nuovo manuale sulla società per azioni*, in *Società*, n. 7, 2013, p. 814 ss.

A. MORANO - G. MARTOGLIA, *Problemi interpretativi in materia di opa successiva*,

in *Società*, 1994, II, p. 740 ss.

F. MUCCIARELLI, *Esenzione dall'opa obbligatoria per salvataggio: le decisioni Consob*, in *Giur. comm.*, 2013, II, p. 559 ss.

NCTM STUDIO LEGALE ASSOCIATO, *Osservazioni al documento per la consultazione del 6 ottobre 2010: "Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio"*, 18 novembre 2010, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm).

F. PALISI - R. RICCI, *L'obbligo di offerta pubblica in borsa (OPA), Profili teorici ed esegesi della disciplina italiana alla luce delle principali regolamentazioni vigenti*, Serie Ricerche n. 1, Luiss - Ceradi, Roma, 1996.

E. PEDERZINI, *Commento sub art. 18*, in *Commentario della legge 18 febbraio 1992, n. 149*, a cura di R. Costi, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1997, p. 381 ss.

B. QUATRARO - L.G. PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, *Dottrina Casi e Materiali*, Giuffrè Milano, 2000.

B. QUATRARO, S. D'AMORA, R. ISRAEL, G. QUATRARO, *Trattato tecnico-pratico delle operazioni sul capitale*, Seconda Edizione, Tomo I, Giuffrè, Milano, 2001.

B. QUATRARO, S. D'AMORA, *Le operazioni sul capitale*, Giuffrè, Milano, 1994.

L.G. PICONE, *Le Offerte Pubbliche di Acquisto*, *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè, 1999, Milano.

P. RAINELLI, *OPA obbligatoria: rassegna degli orientamenti Consob*, in *Giur. comm.*, 2011, p. 621 ss.

G.A. RESCIO, *I sindacati di voto*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, Torino, 1994, vol. 1, tomo III, p. 708 ss.

G. RIV., *Consob scarta l'opa sul flottante*, in *Il Sole 24 Ore* del 23 febbraio 1994.

G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, CEDAM, Padova, 1996.

G. ROMAGNOLI, *Le norme su Opa e Ops nel regolamento Consob sugli emittenti*, in *Società*, 1998, II, p. 1253 ss.

V. ROPPO, *Profili strutturali e funzionali dei contratti di "salvataggio" (o di ristrutturazione dei debiti d'impresa)*, in *Dir. fall.*, 2008, p. 375 ss.

R. ROVERSI, *Analisi dei provvedimenti Consob in materia di OPA (prima parte)*, in *Società*, 1997, p. 1262 ss.

R. ROVERSI, *Analisi dei provvedimenti Consob in materia di OPA (seconda parte)*, in *Società*, 1997, p. 1374 ss.

V. SALAFIA, *Aumenti del capitale e conferimento di crediti*, in *Società*, 1988, p. 225 ss.

G. SANTONI, *Commento sub art. 91*, in *Testo unico della finanza*, Commentario a cura di G.F. Campobasso, vol. II, Torino, 2002, p. 745 ss.

G. SBISÀ, *Patto di sindacato e Opa*, in *Contratto e impr.*, 1992, p. 653 ss.

M. S. SPOLIDORO, *Attuazione e inadempimento dell'obbligazione di conferire in denaro*, in *Trattato Colombo - Portale*, 1\*\*, Capitale - Euro e Azioni - Conferimenti in denaro, Torino, 2004, p. 423 ss.

M. STELLA RICHTER JR, *Le operazioni con parti correlate*, *Riv. soc.*, 2011, p. 64 ss.

STUDIO LEGALE GALBIATI, SACCHI E ASSOCIATI, *Documento di consultazione 6 ottobre 2010 - "Recepimento delle Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio". Osservazioni trasmesse dallo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati*, 15 novembre 2010, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2010/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2010/osservazioni.htm).

STUDIO LEGALE GALBIATI, SACCHI E ASSOCIATI, *Secondo Documento di consultazione 18 febbraio 2011 - "Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio". Osservazioni trasmesse dallo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati*, 4 marzo 2011, consultabile presso [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/opa\\_2011/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/opa_2011/osservazioni.htm).

G. VESPERTINI, *La Consob e l'informazione del mercato mobiliare. Contributo allo studio delle funzioni regolative*, Padova, 1993.

R. WEIGMANN, *La nuova legge italiana sulle offerte pubbliche*, in *Banca borsa*, I, 1992, p. 428 ss.

R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, dir. da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 10, Tomo II, Torino, 1993, p. 317 ss.

R. WEIGMANN, *La nuova disciplina delle opa*, Relazione per il convegno "La riforma delle società quotate", Santa Margherita, 13-14 giugno 1998.

R. WEIGMANN, *Offerte pubbliche di acquisto (Opa)*, in *Enc. giur.*, XXI, Roma, 1990, p. 1 ss.

R. WEIGMANN, *Commento sub artt. 105, 106, 107 e 108*, in *Testo unico della finanza*, Commentario a cura di G.F. Campobasso, vol. II, Torino, 2002, p. 904 ss.

F. TROISI e G. VERZELLI, *Commento sub art. 107*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasperini, Tomo secondo, 2012, UTET, p. 1413 ss.

A. TUCCI, *Condizioni dell'opa obbligatoria e acquisizione del controllo mediante patto di sindacato*, in *Società*, N. 3/1999, pag. 316 ss.

A. TUCCI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, Tomo II, CEDAM, Padova, 2012, p. 911 ss.

R. ZAGOARDI, *Un'Opa ancora provvisoria ma già garanzia per le minoranze*, in *Il Sole 24 Ore* del 9 febbraio 1992.

M. ZENCHI, A. PARALUPI, C. RABITTI BEDOGNI, S. FABRIZIO, R. POLEGRI e F. COSTANTINO, *Gli emittenti*, in *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, a cura di S. AMOROSINO e C. RABITTI BEDOGNI, Giuffrè, Milano, 2004, p. 225 ss.

A. ZORZI, *Il finanziamento alle imprese in crisi e le soluzioni stragiudiziali (piani attestati e accordi di ristrutturazione)*, in *Giur. comm.*, n. 6, 2009, p. 1236 ss.

\*\*\*

## INDICE DELLE COMUNICAZIONI CONSOB CITATE

\*\*\*

Comunicazione Consob n. SOC/RM/92005380 del 24 luglio 1992  
Comunicazione Consob n. 92008359 del 27 novembre 1992  
Comunicazione Consob n. 92008534 del 4 dicembre 1992  
Comunicazione Consob n. 93000393 del 19 gennaio 1993  
Comunicazione Consob n. 93001300 del 4 febbraio 1993  
Comunicazione Consob n. 93005050 del 16 giugno 1993  
Comunicazione Consob n. 93006026 del 20 luglio 1993  
Comunicazione Consob n. 93006027 del 20 luglio 1993  
Comunicazione Consob n. 93006082 del 22 luglio 1993  
Comunicazione Consob n. 93006321 del 4 agosto 1993  
Comunicazione Consob n. 93006358 del 6 agosto 1993  
Comunicazione Consob n. 93006534 dell'11 agosto 1993  
Comunicazione Consob n. 93008004 del 21 settembre 1993  
Comunicazione Consob n. 93009981 del 26 novembre 1993  
Comunicazione Consob n. 93010382 del 9 dicembre 1993  
Comunicazione Consob n. 93010642 del 16 dicembre 1993  
Comunicazione Consob n. 93011034 del 30 dicembre 1993  
Comunicazione Consob n. 94000948 del 4 febbraio 1994  
Comunicato stampa Consob n. 3158/94 del 22 febbraio 1994  
Comunicazione Consob n. 94003649 dell'11 aprile 1994  
Comunicazione Consob n. 94005621 del 6 giugno 1994  
Comunicazione Consob n. 94007953 del 9 agosto 1994  
Comunicazione Consob n. 94010469 del 17 novembre 1994  
Comunicazione Consob n. 95003091 del 19 aprile 1995  
Comunicazione Consob n. 95006179 del 20 luglio 1995  
Comunicazione Consob n. 95008282 del 6 ottobre 1995  
Comunicazione Consob n. 96011289 del 19 dicembre 1996  
Comunicazione Consob n. 97000939 del 31 gennaio 1997  
Comunicazione Consob n. 97004441 del 19 giugno 1997  
Comunicazione Consob n. 98092350 dell'1 dicembre 1998  
Comunicazione Consob n. DIS/45526 dell'8 giugno 2000  
Comunicazione Consob n. 2009909 del 13 febbraio 2002  
Comunicazione Consob n. DEM/2045801 del 28 giugno 2002  
Comunicazione Consob n. 5007223 del 3 febbraio 2005  
Comunicazione Consob n. DEM/7088261 del 3 ottobre 2007  
Comunicazione Consob n. DEM/7112569 del 28 dicembre 2007

Comunicazione Consob n. DEM/9029395 dell'1 aprile 2009  
Comunicazione Consob n. DEM/9030808 del 3 aprile 2009  
Comunicazione Consob n. DEM/9061762 del 3 luglio 2009  
Comunicazione Consob n. DEM/9079430 del 3 settembre 2009  
Comunicazione Consob n. DEM/9101538 del 4 dicembre 2009  
Comunicazione Consob n. DEM/10071578 del 19 agosto 2010  
Comunicazione Consob n. DEM/10073783 dell'1 settembre 2010  
Comunicazione Consob n. DEM/10073783 del 28 settembre 2010  
Comunicazione Consob n. DEM/10093538 dell'11 novembre 2010  
Comunicazione Consob n. DEM/10093539 dell'11 novembre 2010  
Comunicazione Consob n. DEM/11002120 del 13 gennaio 2011  
Comunicazione Consob n. DEM/11044953 del 19 maggio 2011  
Comunicazione Consob n. DEM/11042591 del 13 maggio 2011  
Comunicazione Consob n. DEM/11081302 del 30 settembre 2011  
Comunicazione Consob n. DCG/12002448 del 12 gennaio 2012  
Comunicazione Consob n. DCG/DIE/CLE/12044042 del 24 maggio 2012  
Comunicazione Consob n. DCG/12080915 dell'11 ottobre 2012  
Comunicazione Consob n. 0090765 del 20 novembre 2013

\*\*\*

## INDICE DELLE SENTENZE CITATE

\*\*\*

*Corte di Appello Milano, 27 novembre 1998, in Foro It., 1999, p. 2712 ss., con nota di M. LISANTI, Se l'Opa sia veramente tale, nonché in Società, N3/1999, p. 316 ss.*

*Tribunale di Milano, 23 giugno 1997, in Giur. It., 1998, 100 ss.*

\*\*\*