

1. OPA e tutela degli investitori
2. Il procedimento nell'OPA volontaria
3. OPA obbligatoria

OPA e tutela degli investitori

- Importanza per il sistema economico del buon funzionamento
 - dei mercati dei capitali
 - del mercato del controllo societario
- discipline logicamente distinte:
 - regole per lo svolgimento delle offerte
 - obbligo di offerta [previsto dalla legge o dall'autonomia privata] nel momento in cui ha luogo trasferimento del controllo, al fine di tutelare gli azionisti dai pregiudizi che possono derivare, consentendo l'*exit*.
- *trade off* tra tutela degli azionisti e efficienza dei mercati

PRESSURE TO TENDER

- Mancanza di coordinamento tra gli azionisti li porta ad aderire ad offerte depredative: esempio offerte parziali
- OPA di un raider a 7 € su 51% azioni che quotano 5 € Post acquisizione stima azioni 2 €
 - Comportamento razionale: non aderire. Ma poiché il comportamento degli altri è ignoto, aderisco, sperando che gli altri non lo facciano. Risultato, adesioni al 100% e riparto.
 - Ricchezza ante $5€ \cdot n$. Ricchezza post $n/2 \cdot 7€ + n/2 \cdot 2€ = 4,5€ \cdot n$
- DIFESE:
 - tattiche difensive affidate agli amministratori
 - legislative/regolamentari le OPA finalizzate al controllo debbono avere certe caratteristiche
- CASO INVERSO: offerta parziale che crea valore (sinergie...)
 - Comportamento razionale: ciascuno aderisce pro-quota. Ma poiché il comportamento degli altri è ignoto, nessuno aderisce e l'OPA fallisce.

BENEFICI PRIVATI DEL CONTROLLO

- utilità diverse dalle partecipazioni ai profitti in forma di dividendi e capital gain che il controllante è in grado di ricavare in via di fatto
 - pecuniari (dissipativi)
 - non pecuniari (sinergie con proprie attività, prestigio...)
- Data una società il suo valore complessivo può essere visto come $V=P+C$, dove P è la capitalizzazione di Borsa e C i benefici privati del soggetto controllante
- *Discount* azioni di risparmio come *proxy* dei Benefici privati ? *Voting premium* in Italia 30%

TRASFERIMENTO CONCORDATO DEL CONTROLLO DISSIPATIVO

- Si ipotizzi una società (controllata al 50% da **X**), che abbia un valore $V = 625$, capitalizzi in Borsa $P = 500$ e da cui **X** tragga benefici privati $C = 125$
- Il valore per **X** della sua quota è $250 + 125 = 375$
- **Y**, che è capace di depredare meglio la società, e per cui $C = 175$, propone a **X** di comprare le sue azioni per 385 (ciascuna a 7,7)
- Se la transazione ha luogo $P = 450$, e, in assenza di strumenti protettivi, i soci di minoranza della società sono danneggiati
- Se esiste una disciplina OPA (come quella italiana) che impone a **Y** di acquisire le restanti azioni ad un prezzo (media tra mercato 5 e acquisto rilevante 7,7 = 6,35) il suo esborso totale sarà $385 + 317,5 = 702,5$ e l'operazione non sarà più conveniente

TRASFERIMENTO CONCORDATO DEL CONTROLLO VIRTUOSO

- Supponiamo ora che un altro imprenditore **Z** sia in grado di gestire meglio di **X** la società e sia meno abile di quest'ultimo a trarne benefici privati del controllo. Tale che $P=600$, $C=100$ e, quindi $V=700$
- Se non esiste disciplina OPA **Z** acquisterà da **X** le sue azioni a 7,7 per un totale di 385 ed il valore del suo investimento sarà $600/2+100 = 400$
- Se esiste una disciplina OPA come quella italiana **Z** dovrà anche lanciare una offerta a 6,35 (che verrà accettata, in quanto il valore atteso delle azioni dopo l'acquisizione è di 6) ed il suo esborso totale salirà a $(385+317,5= 702,5)$ rendendo l'operazione non conveniente

TRASFERIMENTO CONCORDATO DEL CONTROLLO

- Poiché non esiste una disciplina dell'OPA che sia in grado di distinguere tra acquisizioni dissipative ed acquisizioni che creano valore, si deve raggiungere un equilibrio che garantisca tutela dei minoritari e possibilità di acquisizioni virtuose
- Troppo alti livelli di tutela degli investitori scoraggiano acquisizioni virtuose e impediscono agli stessi investitori di godere dei vantaggi di tali *take over*
- Il livello di probabilità di una acquisizione dissipativa dipende da vari fattori:
 - settore di attività
 - barriere all'entrata (regolamentazione)

Un unico regime per l'OPA ?

- Forse la soluzione migliore non è affidare ad un'unica disciplina imperativa la regolamentazione dei trasferimenti, ma lasciare spazio all'autonomia statutaria
- Ma in Italia diverse ragioni suggeriscono l'adozione di norme di legge imperative:
 - strutture di controllo particolarmente concentrate. I soci di controllo non hanno incentivi a promuovere l'introduzione negli statuti di una simile previsione
 - regole volte a prevenire l'estrazione di benefici privati del controllo particolarmente deboli
 - regole simili presenti in mercati azionari stranieri con cui “concorriamo” per attrarre capitali

DEFINIZIONE DI OPA

- Art. 1 c. 1 lett. v) TUIF “offerta pubblica di acquisto o di scambio”: ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all’acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e
 - rivolti a un numero di soggetti superiore a [200]
 - di ammontare complessivo superiore a [40.000 €]
- Disciplina che riguarda offerte su strumenti finanziari (*shares & bonds*) anche non quotati su mercati regolamentati

II PROCEDIMENTO

- Art. 102 TUIF: preventiva COMUNICAZIONE a CONSOB, allegando DOCUMENTO DI OFFERTA, destinato alla pubblicazione e eventuale indicazione:
 - richiesta autorizzazione all'acquisizione alle autorità competenti
 - convocazione assemblea per emissione strumenti finanziari in concambio
- Art. 37 RE : Notizia dell'intervenuta comunicazione senza indugio (i) al mercato e (ii) all'emittente (società *target*) con COMUNICATO che indica:
 - gli elementi essenziali dell'offerta (soggetto offerente, prezzo, quantità, presumibile data di inizio)
 - finalità dell'operazione
 - garanzie e modalità di finanziamento previste
 - eventuali condizioni
 - partecipazioni detenute o acquistabili dall'offerente
 - nominativi consulenti

PASSIVITY RULE

- Art. 104 TUIF: salvo autorizzazione dell'assemblea [...] la società oggetto dell'offerta si astiene dal compiere atti o operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta.
- L'assemblea delibera con una maggioranza qualificata del 30% del capitale sociale
- Regola di **corporate governance**: sposta la competenza degli atti sui soci, nel presupposto giuridico che gli amministratori abbiano dei conflitti di interesse e che i soci siano in grado di valutare correttamente l'offerta
- Decorrenza della *passivity rule*: comunicazione ex art. 37 RE. Diverso significato e scopo della comunicazione al pubblico (i) e del (ii) Documento di Offerta

DOCUMENTO DI OFFERTA

- Il Documento è pubblicato, con le eventuali integrazioni richieste dalla CONSOB, entro 15 (30) giorni dalla COMUNICAZIONE
- Contenuto del Documento:

FRONTESPIZIO

- A. AVVERTENZE
- B. SOGGETTI PARTECIPANTI ALL'OPERAZIONE
- C. CATEGORIE E QUANTITATIVI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI OGGETTO DELL'OFFERTA E MODALITA' DI ADESIONE
- D. NUMERO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI DELLA SOCIETA' EMITTENTE POSSEDUTI DAL SOGGETTO O DAI SOGGETTI CHE INTENDONO O DEVONO EFFETTUARE L'OFFERTA PUBBLICA, ANCHE A MEZZO DI SOCIETA' FIDUCIARIE O PER INTERPOSTA PERSONA E DI QUELLI POSSEDUTI DA SOCIETA' CONTROLLATE
- E. CORRISPETTIVO UNITARIO PER GLI STRUMENTI FINANZIARI E SUA GIUSTIFICAZIONE
- F. DATE, MODALITA' DI PAGAMENTO DEL CORRISPETTIVO E GARANZIE DI ESATTO ADEMPIMENTO
- G. MOTIVAZIONI DELL'OFFERTA E PROGRAMMI FUTURI DELL'OFFERENTE
- H. EVENTUALI ACCORDI TRA L'OFFERENTE E LA SOCIETA' EMITTENTE GLI STRUMENTI FINANZIARI OGGETTO DELL'OFFERTA O GLI AZIONISTI O GLI AMMINISTRATORI DELLA MEDESIMA
- I. COMPENSI AGLI INTERMEDIARI
- L. IPOTESI DI RIPARTO
- M. INDICAZIONE DELLE MODALITA' DI MESSA A DISPOSIZIONE DEL PUBBLICO DEL DOCUMENTO D'OFFERTA
- N. APPENDICI
- O. DOCUMENTI CHE L'OFFERENTE DEVE METTERE A DISPOSIZIONE DEL PUBBLICO E LUOGHI NEI QUALI TALI DOCUMENTI SONO DISPONIBILI PER LA CONSULTAZIONE

DICHIARAZIONE DI RESPONSABILITA'

CORRETTEZZA / TRASPARENZA

- Se l'offerente acquista (anche a termine) strumenti finanziari oggetto dell'offerta a prezzi superiori al corrispettivo dell'offerta deve adeguare quest'ultimo al prezzo più alto pagato
- L'offerente e gli altri soggetti interessati (l'emittente, i relativi gruppi, gli amministratori, sindaci e direttori generali):
 - si attengono a principi di correttezza e parità di trattamento
 - non eseguono operazioni sul mercato volte a influenzare le adesioni
 - si astengono da comportamenti e accordi diretti ad alterare situazioni rilevanti per i presupposti dell'offerta
 - diffondono dichiarazioni sull'offerta solo pubblicamente
 - comunicano giornalmente (i) le operazioni di acquisto e vendita sui titoli e (ii) le adesioni

OFFERTE CONCORRENTI

- Esigenza di consentire un'asta (tra più offerenti), ma limitando il tempo
- Offerte concorrenti e rilanci:
 - ammesse solo (i) se il corrispettivo globale è superiore o (ii) se comportano l'eliminazione di una condizione di efficacia
 - effetto: revocabilità delle adesioni
 - pubblicate /effettuati entro 5 giorni dal termine dell'offerta precedente e comunque entro 50gg dalla prima
 - durate delle offerte allineata all'ultima
 - Nei 5 giorni successivi alla pubblicazione dei risultati dell'offerta vincente possono essere conferiti ad essa gli strumenti finanziari apportati alle altre offerte

COMUNICATO DELL'EMITTENTE

- Il CDA dell'emittente (target) deve esprimersi circa l'offerta fornendo:
 - ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e una valutazione motivata (con eventuale indicazione dell'adozione a maggioranza)
 - aggiornamenti circa il possesso di azioni da parte dell'emittente e degli amministratori
 - informazioni sui fatti di rilievo non indicati nell'ultimo documento contabile reso pubblico

OPA OBBLIGATORIA / 1

- **SUCCESSIVA TOTALITARIA:** [Art. 106 c. 1](#)
“chiunque, a seguito di acquisti a titolo oneroso, venga a detenere una partecipazione [in una società italiana con azioni ordinarie quotate in un mercato regolamentato italiano] superiore al 30 %, promuove un’OPA sulla totalità delle azioni ordinarie”
- **PREZZO:** soluzione peculiare italiana. Compromesso tra mobilità del controllo e corresponsione del premio di maggioranza anche ai minoritari: media aritmetica fra:
 - ✓ prezzo medio ponderato di mercato ultimi 12 mesi
 - ✓ prezzo più elevato pattuito nello stesso periodo per acquisti di azioni ordinarie

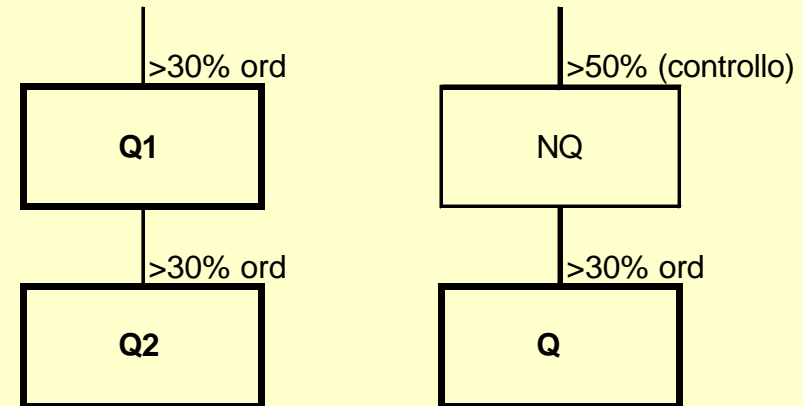
OPA OBBLIGATORIA / 2

- ACQUISTO INDIRETTO:

l'obbligo di OPA sorge quando il patrimonio della

acquisita è costituito in prevalenza da partecipazioni in società quotate. Si ha prevalenza se è soddisfatta almeno una delle seguenti condizioni:

- Il valore contabile delle partecipazioni rappresenta più di 1/3 dell'attivo ed è superiore ad ogni altra partecipazione
- Il valore attribuito alle partecipazioni rappresenta più di 1/3 e la componente principale del prezzo di acquisto



OPA OBBLIGATORIA / 3

- PREVENTIVA TOTALITARIA: [Art. 106 c. 4](#)
l'obbligo di OPA non sussiste se la partecipazione [$> 30\%$] è acquisita a seguito di un'OPA totalitaria
- PREVENTIVA PARZIALE: [Art. 107](#) l'obbligo di OPA non sussiste se la la partecipazione [$> 30\%$] è acquisita a seguito di un'OPA sul 60% delle azioni ordinarie, purché:
 - l'offerente non abbia acquistato più dell'1% nei 12 mesi precedenti
 - la maggioranza dei soci (escluso l'offerente e il socio di maggioranza se detiene più del 10%) approvi
 - la CONSOB accordi l'esenzione, verificati i presupposti

OPA OBBLIGATORIA / 4

- ESENZIONI

REGOLAMENTAZIONE CONSOB Art. 49 RE:

- operazioni dirette al salvataggio di società in crisi (aucap in piano di ristrutturazione del debito)
- trasferimento tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione (tra soggetti controllati ex 2359 CC)
- cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente (esercizio di diritti di opzione, sottoscrizione o conversione originariamente spettanti)
- operazioni di carattere temporaneo (superamento per non più del 3% e impegno a cessione in 12 mesi)
- operazioni di fusione / scissione (in base ad effettive e motivate esigenze industriali con delibera della società *target*)

OPA OBBLIGATORIA / 5

- **ACQUISTO DI CONCERTO:** Art. 109 sono solidalmente tenuti agli obblighi di OPA “quando vengano a detenere, a seguito di acquisti a titolo oneroso effettuati anche da uno solo di essi” una percentuale superiore (...)
 - gli aderenti ad un patto ex art. 122 anche nullo;
 - un soggetto e le società da esso controllate
 - le società sottoposte a comune controllo
 - una società e i suoi amministratori o DG
- L’obbligo sussiste anche se gli acquisti sono stati effettuati nei 12 mesi precedenti la stipula del patto
- L’obbligo non sussiste se (i) viene stipulato un patto tra soggetti che già detengono o (ii) si modificano i partecipanti ad un patto rilevante