

1. OPA e tutela degli investitori

2. Il procedimento nell'OPA volontaria

3. OPA obbligatoria

Sull'Offerta Pubblica Obbligatoria

M. BURKART, *Economics of takeover regulation*, London School of Economics, Financial Market Group, discussion paper n. 256, 1996.

G. SICILIANO, *La regolamentazione dei trasferimenti del controllo e delle acquisizioni di società quotate. Efficienza economica e protezione degli azionisti di minoranza in alcune normative europee*, in *Studi in materia di Opa, Quaderni di Finanza Consob*, n. 24, 1998

C. RABITTI BEDOGNI, *Opa e mercato*, Roma, 1999

L.ENRIQUES , *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori: la disciplina dell'opa obbligatoria*, Il Mulino, 2002

Testo della Direttiva

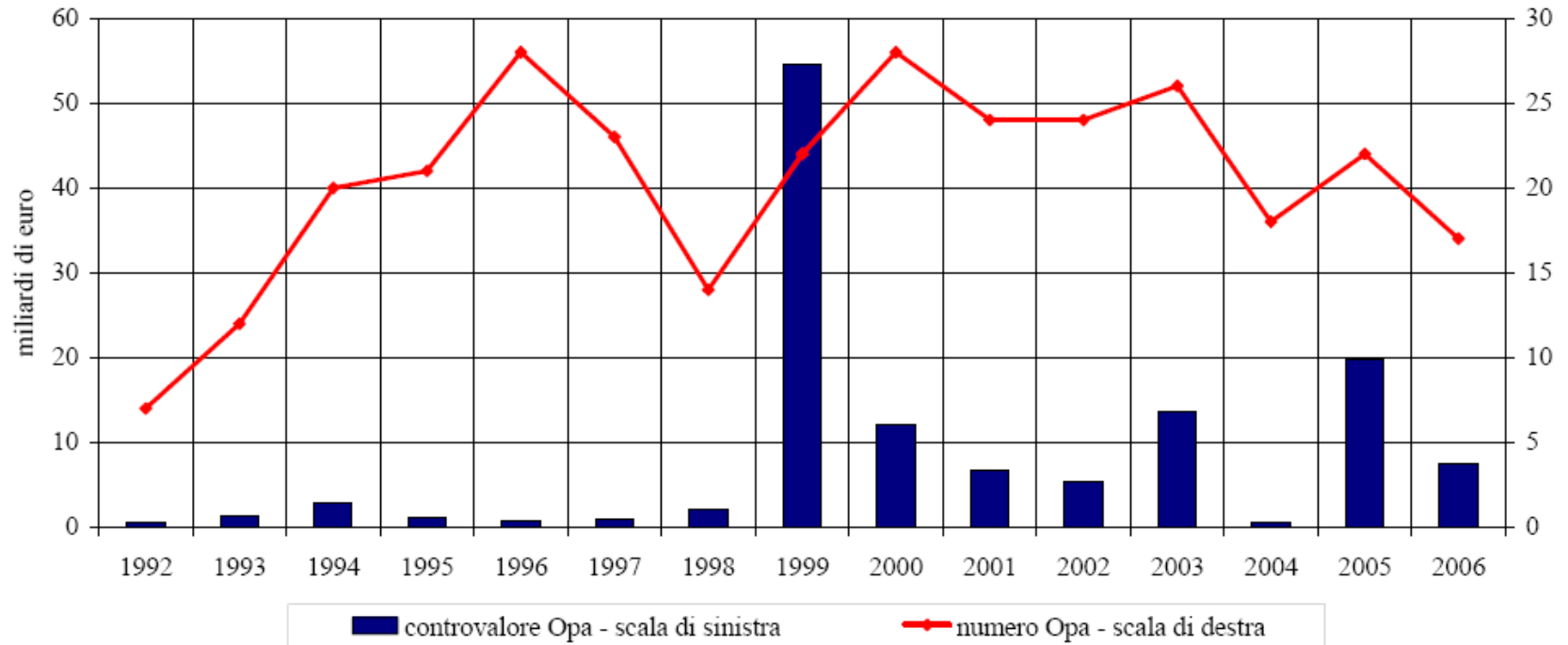
http://www.consob.it/documenti/Regolamentazione/direttive_ue/dir_2004_25_ce.pdf

Recepimento della Direttiva in Italia

http://www.governo.it/GovernoInforma/documenti_ministeri/economia_finanze/opa.pdf

Fig. 19

Offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio su titoli di società quotate italiane



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e documenti di offerta. Il corrispettivo in titoli delle offerte di scambio è valutato ai prezzi di mercato del giorno precedente l'annuncio dell'offerta.

OPA e tutela degli investitori

- Importanza per il sistema economico del buon funzionamento
 - dei mercati dei capitali
 - del mercato del controllo societario
- Due 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

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%

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 $n/2 \cdot 7€ + n/2 \cdot 2€ = 4,5€ \cdot n$
- DIFESA:
 - 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.

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

OPA endosocietaria

Se non esiste una disciplina di legge che obblighi all'OPA il nuovo controllante (es. società quotate non su mercati regolamentati, ma su *Multilateral Trading Facilities*) è possibile imporre statutariamente l' Offerta ?

- Bioxell S.p.A. società di diritto italiano quotata a Zurigo. Statuto prevede che CdA applichi la disciplina dell'OPA applicabile sul mercato e la sanzione per inadempimento è il divieto di votare nell'assemblea.

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

RESISTANCE POLICY / 1

- MISURE PREVENTIVE
 - ✓ *poison pills*
 - ✓ *shark repellents*
 - ✓ *golden parachute*
- MISURE SUCCESSIVE
 - ✓ *passivity rule*
 - ✓ *crown jewels*
 - ✓ *white knight*

RESISTANCE POLICY / 2

TRADE OFF TRA DUE APPROCCI:

- se agli amministratori vengono lasciati ampi poteri di resistenza:
 - ✓ Paralisi del funzionamento del mercato del controllo societario → incremento degli *agency costs*: si attenua la pressione che gli amministratori subiscono per effetto della minaccia di un *takeover* e di conseguenza aumentano le probabilità di deviazioni dal perseguimento dell'interesse sociale
- se impongo limiti decisivi alla possibilità della società *target* di adottare tattiche difensive:
 - ✓ conflitto con il normale riconoscimento dell'ordinamento giuridico al titolare di un diritto di proprietà di contrattare con i potenziali acquirenti

PASSIVITY RULE / 1

- 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 (*frustrating action*).
- 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 della *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 [azioni che attribuiscono diritti di voto nella nomina o revoca o responsabilità amministratori] superiore al 30 %, promuove un’OPA sulla totalità delle azioni con diritto di voto sugli argomenti indicati nell’articolo 105”
- **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

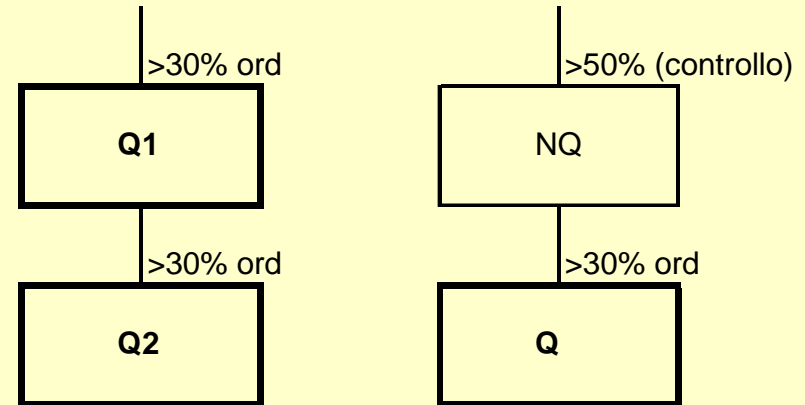
OPA OBBLIGATORIA / 2

- 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 parasociale, 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