

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E FINANZA

DIRITTO DEI MERCATI E DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI  
(CORSO PROGREDITO)

**LA DISCIPLINA SULL' OPA E L' IMPATTO  
SUL MERCATO DEL CONTROLLO  
SOCIETARIO: UN' ANALISI EMPIRICA**

Relatore:

Prof.ssa Mirella Pellegrini

Candidato:

Francesco Di Perna

Matricola: 647531

Correlatore:

Prof. Carmine Di Noia

ANNO ACCADEMICO

2013-2014

*Alla donna più forte che io conosca,  
con la speranza di avere nella mia vita  
almeno la metà della tua forza e del tuo coraggio.*

**GRAZIE MAMMA**

*“Fatti non foste a viver come bruti,  
ma per seguir virtute e conoscenza”*

(Dante, Divina Commedia, Inferno, Canto XXVI)

# INDICE

## CAPITOLO PRIMO

### **OPA E MERCATO DEL CONTROLLO SOCIETARIO: DALLA DISCIPLINA AGLI INTERESSI ECONOMICI SOTTOSTANTI** **6**

#### **1.1 DEFINIZIONI E ASPETTI REGOLAMENTARI** **8**

1.1.1 L' EVOLUZIONE NORMATIVA **9**

1.1.2 (Segue): IL T.U.F. DEL '98 E IL REGOLAMENTO EMITTENTI **15**

1.1.3 (Segue): LA DIRETTIVA 2004/25/CE **19**

1.1.4 UNA DISCIPLINA IN CONTINUA EVOLUZIONE **22**

#### **1.2 LE RAGIONI SOTTOSTANTI AL LANCIO DI UN' OPA** **25**

1.2.1 (Segue): EFFETTI ECONOMICI IDIOSINCRATICI E SISTEMICI **29**

#### **1.3 TUTELA DEGLI AZIONISTI E DEL MERCATO** **31**

1.3.1 (Segue): AZIONISTI DI MINORANZA E IL *PRESSURE TO TENDER* **33**

1.3.2 (Segue): IL *FREE RIDING* DEGLI OBLATI **39**

## CAPITOLO SECONDO

### **LE OPA "OSTILI"** **42**

2.1 LE MOTIVAZIONI DELL' OSTILITÀ **44**

2.2 I MODELLI DI VALUTAZIONE DI UN' OFFERTA **51**

2.3 LE TECNICHE DI DIFESA **56**

2.4 "IL CASO": OLIVETTI – TELECOM **67**

## **CAPITOLO TERZO**

<b>L' OPA COME VEICOLO PER LE SCALATE SOCIETARIE</b>	<b>75</b>
3.1 OPA E CONCENTRAZIONI: L' INTERVENTO DELL' ANTITRUST	77
3.2 L' ATTENZIONE ALLE "SCATOLE CINESI"	85
3.3 IL DIRITTO ANTITRUST IN EUROPA	97

## **CAPITOLO QUARTO**

<b>LE OPA NEL SETTORE BANCARIO</b>	<b>104</b>
4.1 LA NORMATIVA E LE PECULIARITÀ	106
4.2 UNO SGUARDO ALLE CONCENTRAZIONI BANCARIE	113
4.2.1 (Segue): LE AUTORITÀ PREPOSTE AL CONTROLLO SULLE CONCENTRAZIONI BANCARIE	119
4.3 IL CASO "BANCOPOLI": IL RUOLO DELLA CONSOB	125

<b>CONCLUSIONI</b>	<b>132</b>
--------------------	------------

<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>135</b>
---------------------	------------

<b>SITOGRAFIA</b>	<b>140</b>
-------------------	------------

# CAPITOLO PRIMO

## OPA E MERCATO DEL CONTROLLO SOCIETARIO: DALLA DISCIPLINA AGLI INTERESSI ECONOMICI SOTTOSTANTI

Il trasferimento del controllo di una *public company*<sup>1</sup> non è mai un evento di carattere puramente finanziario, bensì risulta essere un'operazione che incide fortemente sulle sorti dell'impresa e soprattutto sugli interessi degli *stakeholders* coinvolti, con implicazioni rilevanti sul piano della *corporate governance*<sup>2</sup>. Difatti la modifica degli assetti proprietari porta l'azienda in una nuova fase della sua vita che può a sua volta condurre ad un aumento o anche ad una riduzione del valore economico<sup>3</sup> che essa è in grado di generare<sup>4</sup>. Molteplici sono le definizioni che a seconda i vari ambiti vengono date quando si parla di governo societario, tuttavia in tale contesto rileva quella fornita dal *Codice di autodisciplina delle società quotate*<sup>5</sup>, secondo la quale per *corporate governance* s'intende l'insieme delle regole attraverso le quali la società è gestita e controllata. L'importanza del controllo societario si comprende anche dando uno sguardo alle leggi nazionali e agli accordi internazionali. Per quanto riguarda il codice civile si può notare come quest'ultimo non fornisca una definizione esplicita di controllo (che invece riscontriamo nei principi contabili IAS/IFRS), tuttavia l'art. 2359 del c.c. definisce le società controllate come:

- 1) *“le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria;*
- 2) *le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria;*
- 3) *le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa.”*

---

<sup>1</sup> Termine anglosassone col quale s'intende una società quotata; da non confondere con una società pubblica che in inglese è denominata *state-owned company*.

<sup>2</sup> Termine ormai divenuto di uso comune per indicare il governo societario.

<sup>3</sup> Basti pensare alla modifica del *management* e quindi delle *performance* aziendali che spesso seguono ad un ricambio dell'azionariato.

<sup>4</sup> Cfr. F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario, la corporate governance delle società quotate*, CEDAM, 2010, pagg. 361-362.

<sup>5</sup> a cura del Comitato per la Corporate Governance di Borsa Italiana S.p.A.

Completamente diverso è l'approccio dei principi contabili internazionali, che ai sensi dell'IFRS 10<sup>6</sup> prevede la presenza di controllo “ *nelle circostanze in cui è dimostrabile che l'investitore ha il potere di decidere sull'attività dell'impresa su cui ha investito ed è esposto alla variabilità dei ritorni della stessa impresa, quindi ha l'abilità di usare il proprio potere per influenzarne i ritorni. ”<sup>7</sup>*

Questa definizione, ancor più di quella civilista, permette di comprendere il forte legame tra il controllo e l'attività gestoria<sup>8</sup> di una società; pertanto non deve stupire il forte interesse che il legislatore (nazionale ed europeo) rivolge a quelle operazioni che generano un trasferimento dei poteri di controllo ad un altro soggetto. L'operazione che per eccellenza genera un ricambio degli assetti proprietari è l'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO, comunemente nota con l'acronimo OPA.

In realtà, la definizione di controllo non è presente solo nell' art. 2359 c.c. e nell' art. 10 dei principi contabili internazionali. Vale la pena richiamare quanto disposto dagli artt. 2497 ss. del codice civile che disciplinano l' attività di direzione e coordinamento di una società (attività che il soggetto che acquisisce il controllo di una società si troverà ad esercitare) evidenziandone le responsabilità che da questa ne derivano. Ai sensi dell' art. 2497 del c.c. “*Le società o gli enti che, esercitando attività di direzione e coordinamento di società agiscono nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime, sono direttamente responsabili nei confronti dei soci di queste per il pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale, nonché nei confronti dei creditori sociali per la lesione cagionata all'integrità del patrimonio della società*”. Inoltre, per garantire la trasparenza societaria, l' art. 2497-bis c.c. impone alla società l' esplicita indicazione nel registro delle imprese della “*società o ente alla cui attività di direzione e coordinamento è soggetta*”<sup>9, 10</sup>.

---

<sup>6</sup> Entrato in vigore a partire dal 1° gennaio 2013 in sostituzione dello IAS 27.

<sup>7</sup> Per completezza d'informazione è opportuno notare che le diverse definizioni di controllo tra codice civile e principi contabili internazionali sono dovute ai differenti obiettivi delle due normative; basti pensare, fra tutti, che mentre i principi civilistici sono orientati alla tutela dei creditori, quelli internazionali hanno come obiettivo primario la tutela degli investitori.

<sup>8</sup> Che ne influenza la sopravvivenza o meno.

<sup>9</sup> Per approfondimento si rimanda agli artt. 2497 ss. del c.c.

<sup>10</sup> Oggetto di trattazione nel corso dell' elaborato saranno anche le definizioni di controllo disposte dal testo unico bancario (art. 23) e dal testo unico in materia finanziaria e creditizia (art. 93).

## 1.1 DEFINIZIONI E ASPETTI REGOLAMENTARI

Anche in Italia, seppur con ritardo rispetto agli Stati Uniti e sulla forte spinta dell'Unione Europea, si è compresa l'importanza del buon funzionamento, non solo del mercato dei capitali<sup>11</sup> ma per l'intero sistema economico, del mercato del controllo societario; quest'ultimo è inteso come il luogo ideale in cui si scambiano pacchetti azionari che consentono di esercitare un'influenza dominante su una società. Tale mercato, quindi, può rappresentare uno stimolo all'efficienza della gestione, dando un freno all'opportunismo degli amministratori e dei soci di controllo, ma permette anche di garantire un'efficiente allocazione delle risorse produttive<sup>12</sup>. Esso trova la sua "fetta" maggiore proprio nelle OPA, nelle OPS<sup>13</sup> od anche nelle OPAS<sup>14</sup>.

La definizione formale di OPAS si trova nel **decreto legislativo n. 58/1998**, altrimenti noto come Testo unico sulla intermediazione finanziaria (d'ora in avanti T.u.f.); ai sensi dell'art. 1 (comma 1, lett. v) di tale disposizione, per *offerta pubblica di acquisto o di scambio* s'intende: "ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari<sup>15</sup> e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'art. 100, comma 1, lettere b) e c)<sup>16</sup>; non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari".

---

<sup>11</sup> Mercati nei quali vengono trattati strumenti di debito o partecipativi (azioni) a medio - lungo termine (ovvero con scadenza superiore ai 12 mesi) o a scadenza indeterminata; questi si contrappongono ai mercati monetari dove invece avviene il trasferimento di fondi a breve termine. Per approfondimento si rimanda al sito della Borsa Italiana, [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it), dal quale sono state tratte le suddette definizioni.

<sup>12</sup> Cfr. L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori, la disciplina dell'Opa obbligatoria*, IL MULINO, 2002, pag. 11.

<sup>13</sup> OFFERTA PUBBLICA DI SCAMBIO.

<sup>14</sup> OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO E SCAMBIO.

<sup>15</sup> Con essi lo stesso T.U.F. intende "gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria"; pertanto in tale categoria rientrano sia gli strumenti finanziari (cfr. art. 1, 2° comma, T.u.f.) che i valori mobiliari (art. 1, comma 1-bis, T.u.f.). Per una maggiore comprensione dei rapporti *genere a specie* tra tali categorie si rimanda a A. URBANI, cap. 6, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, CEDAM, 2010, tomo I.

<sup>16</sup> Ossia ad un numero di soggetti e di ammontare complessivo indicato dalla Consob con regolamento il cui superamento genera l'inapplicabilità delle disposizioni del Capo I, Titolo II in tema di appello al pubblico risparmio. In particolare l'art. 34-ter, comma 1, lett. a) e c) del Regolamento n. 11971 adottato con delibera della Consob del 1999 (Reg. emittenti) nella sua ultima versione (aggiornata con delibera n. 18671 del 2013) fissa tali valori rispettivamente in 150 e 5 milioni di euro.

Tuttavia, seppure il T.u.f. si trova a dare una definizione unica di offerta pubblica inglobando in essa sia quella di acquisto che di scambio, è opportuno notare la differenza. L'Opas non è altro che un mix dell'Opa e dell'Ops: la differenza tra queste due categorie di offerte pubbliche sta nelle modalità di pagamento. Mentre nelle Opa il corrispettivo è in denaro, nelle Ops la contropartita è rappresentata da titoli diversi; quest'ultima modalità viene talvolta preferita quando si vuole minimizzare le uscite monetarie, nonostante ciò comporti un corrispettivo più elevato giacché il mercato preferisce la certezza del liquido all'incertezza dei titoli<sup>17</sup>. Nelle Opas, quindi, il corrispettivo sarà in parte rappresentato da altri titoli ed in parte da denaro.

Inoltre, la sopracitata definizione di Opas aiuta a comprendere solo i primi presupposti di applicazione della disciplina ad opera del T.u.f.<sup>18</sup>, essendo la materia poi regolata all'interno della stessa normativa dagli artt. 101-*bis* a 112<sup>19</sup>.

Prima di immetterci nei “meandri” della disciplina OPA, è opportuno ripercorrere le principali tappe e i più importanti avvenimenti che hanno spinto il legislatore nazionale ed europeo a porre l'attenzione su tale materia, arrivando pertanto a definire quello che è l'attuale quadro normativo riguardante le offerte pubbliche di acquisto.

### **1.1.1 L'EVOLUZIONE NORMATIVA**

L'offerta pubblica di acquisto è una tecnica di mercato e in quanto tale, per trovare attuazione, necessita di una economia di massa e di un sistema di produzione industriale; ciò giustifica il perché nel mondo pre - industriale erano state ignorate “le forme di contrattazione, a cui fossero estranei il meccanismo della proposta individualizzata e, soprattutto, l'astratta possibilità di discutere sempre il contenuto dell'accordo”. Pertanto, la rivoluzione industriale ha aperto la strada alla concreta applicazione dell'offerta al pubblico<sup>20</sup>.

---

<sup>17</sup> Cfr. [www.economiafinanza.org](http://www.economiafinanza.org).

<sup>18</sup> Un giurista direbbe che non può essere diversamente in quanto disposizione normativa e pertanto generale ed astratta.

<sup>19</sup> Dei quali ci occuperemo più avanti.

<sup>20</sup> Cfr. AA. VV., *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. S. RICHTER Jr, GIAPPICHELLI, Torino, 2011, pag. 3.

Detto ciò, il 1971 fu in Italia un anno di svolta a seguito del famoso “caso Bastogi”<sup>21</sup>, decretando in qualche modo l’inizio del dibattito sulle Opa dei titoli azionari. È proprio in tale occasione che emerse l’assenza di un *corpus* normativo in materia, rispetto al quale si cercò un primo intervento con la stipula di un codice di comportamento ad opera del comitato direttivo degli agenti di cambio della Borsa valori di Milano<sup>22</sup>. Tuttavia è facile comprendere, e molti sono coloro che hanno avuto modo di evidenziarlo, che in quanto regole di comportamento ad adesione “volontaria”<sup>23</sup>, erano prive di coercibilità, pertanto non sufficienti a regolare una materia che non manca di effetti economici rilevanti. Ed è proprio per delineare una struttura giuridica in materia di Opa che non tardarono due proposte di legge, una ad opera del senatore Valiante (1971) e l’altra del senatore Lombardi (1972).

Già con la prima proposta si comprese che, viste le importanti ripercussioni economiche dovute al lancio di un’offerta, è necessaria l’introduzione di una rete di controlli *ex ante* (e quindi un regime autorizzatorio), ma anche di controlli da esercitare durante l’intero svolgimento dell’operazione (vale a dire vera e propria vigilanza); tutto questo avrebbe dovuto essere demandato ad un organo di natura tecnico - politica.

La proposta Lombardi, invece, pur non introducendo aspetti rilevanti, presentava un carattere interessante, giacché inserì la questione Opa all’interno di una riforma generale delle società per azioni; ciò portò ad una definitiva affermazione che tale materia non doveva rimanere isolata (pur naturalmente richiedendo, per le ragioni sopra esposte, di una regolazione *ad hoc*), ma necessitava di essere inserita all’interno delle tematiche societarie, e quindi rientrare a tutti gli effetti come istituto del diritto societario.

Qualche anno più tardi si arrivò alla prima legge sulle Opa con l’**art. 18 della legge 7 giugno 1974, n. 216**. Tale legge (nota anche come “miniriforma societaria”) è conosciuta non solo per aver riproposto la centralità del mercato mobiliare nell’allocazione del risparmio, delineando un quadro sistemico per incentivare gli investimenti azionari e definire una vigilanza sulle società per azioni<sup>24</sup>, ma anche e (a mio dire) soprattutto, per

---

<sup>21</sup> Tale vicenda è molto complessa, avendo visto il coinvolgimento di molteplici interessi, non solo economici ma anche politici; per comprendere gli avvenimenti in un’ottica sicuramente molto critica si rimanda a A. SILI, *Malpaese, Criminalità, corruzione e politica nell’Italia della prima Repubblica 1943-1994*, DONZELLI, 1994.

<sup>22</sup> In tale codice non mancavano riferimenti alle norme dei paesi che già presentavano una disciplina sulle Opa.

<sup>23</sup> Giacché efficace solo se l’acquirente si fosse avvalso della collaborazione della Borsa valori di Milano.

<sup>24</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, cap.2, in *L’ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, cit., pag. 86.

aver istituito la Consob<sup>25</sup> che avrebbe avuto, ed ha tutt'ora, il potere di vigilare sulle società quotate e sulla borsa.

Ritornando all'intervento legislativo in materia di Opa introdotto da tale legge, si nota subito leggendo l'art. 18, che si tratta di una norma molto generale, che si estende *“all'acquisto o alla vendita di azioni o di obbligazioni convertibili<sup>26</sup> mediante offerta al pubblico”*; secondo tale disposizione è necessaria una preventiva comunicazione alla Consob circa *“le condizioni, le modalità e i termini di svolgimento dell'operazione”*, e la Commissione ha venti giorni per stabilire e ovviamente comunicare *“i modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica nonché i dati e le notizie che deve contenere”<sup>27</sup>*. Infine, considerando la disposizione per cui, *“l'omissione della comunicazione alla Commissione o la inosservanza delle prescrizioni da essa stabilite sono punite con l'ammenda da lire 2 milioni a lire 20 milioni”*, è facile comprendere come il regime sanzionatorio non prevedesse alcun giudizio di invalidità o inefficacia dell'atto.

Diverse sono state le critiche mosse al suddetto articolo; tra le più rilevanti si annoverano innanzitutto problemi interpretativi circa il suo campo di applicazione. A tal proposito, da un lato c'era chi riteneva che la sua portata si estendesse solo a quegli strumenti che consentono l'acquisizione del controllo (portando quindi all'esclusione dalla disciplina quando l'offerta avesse per oggetto le obbligazioni ordinarie o anche le azioni di risparmio<sup>28</sup>), dall'altro si rispondeva con l'apertura anche nei confronti di titoli non quotati in borsa, sia se l'acquisizione avesse come obiettivo l'ottenimento del controllo societario, sia se riguardassero operazioni di carattere speculativo (anche se poi eventualmente da tradurre in un controllo di fatto).

---

<sup>25</sup> Commissione Nazionale per le Società e la Borsa; che a quel tempo ancora non era un'autorità tecnica ed indipendente, lo diventerà successivamente con la l. n. 281 del 1985.

<sup>26</sup> Queste sono una particolare categoria di obbligazioni strettamente collegata (anche se non per forza) alle azioni; difatti esse rappresentano bond che si possono convertire in azioni durante la vita del prestito in base ad un prezzo e ad un rapporto di cambio prestabilito. Pertanto, incorporata nello strumento c'è una clausola di convertibilità, della quale il soggetto può usufruire (passando in tal caso da una posizione giuridica di creditore a quella di azionista) o meno, e la scelta ovviamente sarà subordinata al prezzo che l'azione sottostante avrà raggiunto alla data di possibile esercizio dell'opzione. Per meglio comprendere funzionamento, vantaggi ma anche svantaggi si rimanda al sito [www.redazione.finanza.com](http://www.redazione.finanza.com).

<sup>27</sup> Alcuni ritenevano che con riferimento al termine dei venti giorni valesse il silenzio-assenso; ossia le informazioni fornite dal soggetto che intende lanciare l'offerta s'intendono tacitamente approvate in mancanza di riscontro da parte della Consob.

<sup>28</sup> Con le azioni di risparmio (introdotte proprio con la legge 216/1974) si è creata una nuova figura di azionista, quello risparmiatore che si contrappone con l'azionista-imprenditore. Queste azioni consentono una partecipazione privilegiata sui risultati economici (rispetto alle azioni ordinarie) ma non consentono alcun diritto di voto sia in assemblea ordinaria che straordinaria, pertanto chi acquista questa categoria di azioni è del tutto disinteressato alla vita amministrativa e gestionale dell'azienda, con forte interesse per la parte economico-patrimoniale. Cfr. [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).

Ma non mancarono critiche anche con riferimento ai poteri della Consob che risultarono essere troppo generici e privi di una vera e propria capacità d'intervento.

Tali questioni non sono rimaste in sordina avendo il legislatore cercato di porre rimedio con una modifica dell'art. 18 ad opera **dell'art. 12 della legge n. 77 del 1983**; tuttavia le modifiche non sono risultate poi così efficaci nel superare le problematiche sopra esposte. Ai sensi del nuovo art. 18, non si parla solo di offerta al pubblico di obbligazioni convertibili ed azioni, ma ci si riferisce anche ad obbligazioni (in generale) e a qualsiasi valore mobiliare<sup>29</sup> italiano o estero, compresi i titoli emessi da fondi d'investimento mobiliari od immobiliari; rimane inalterata la preventiva comunicazione alla Consob ma si specifica che *“ogni sollecitazione al pubblico risparmio deve essere effettuata previa pubblicazione di un prospetto informativo riflettente l'organizzazione, la situazione economica e finanziaria e la evoluzione dell'attività di chi propone l'operazione, redatto secondo le disposizioni di carattere generale determinate dalla Commissione nazionale per le società e la borsa”*. Viene confermato il termine perentorio di venti giorni, dando però alla Consob il potere di:

- *“stabilire modi diversi da quelli da essa determinati in via generale”* con riferimento a come l'offerta deve essere pubblicizzata;
- di richiedere l'inserimento di ulteriori dati all'interno del prospetto informativo;
- e infine di *“vietare l'esecuzione dell'offerta qualora il proponente non osservi le prescrizioni”* dettate dall'articolo.

Una correzione è avvenuta anche con riferimento al sistema sanzionatorio, portando l'ammenda, prima fissata ad un valore prestabilito, ad uno proporzionale (*da un quarto alla metà*) del valore totale dell'operazione; questo con lo scopo di generare un forte deterrente (superiore rispetto a quello previgente) all'inosservanza delle disposizioni.

Come si può facilmente notare, non si può dire che la nuova versione dell'art. 18<sup>30</sup> abbia determinato una sistemazione organica alla disciplina delle offerte pubbliche; per questo,

---

<sup>29</sup> L'art. 18-bis precisa che con essi si intende *“ogni documento o certificato che direttamente o indirettamente rappresentati diritti in società, associazioni, imprese o enti di qualsiasi tipo, ivi compresi i fondi di investimento italiani od esteri, ogni documento o certificato rappresentativo di un credito o di un interesse negoziabile e non; ogni documento o certificato rappresentativo di diritti relativi a beni materiali o proprietà immobiliari, nonché ogni documento o certificato idoneo a conferire diritti di acquisto di uno dei valori mobiliari sopra indicati ed ivi compresi i titoli emessi dagli enti di gestione fiduciaria di cui all'articolo 45 del testo unico delle leggi sull'esercizio delle assicurazioni private, approvato con decreto del Presidente della Repubblica 13 febbraio 1959, n. 449”*.

<sup>30</sup> Per completezza, l'art. 12 della l. n. 77 del 1983 non si è limitato a modificare l'art. 18 della l. 216 del 1974, ma ha aggiunto il già citato art. 18-bis (che definisce il valore mobiliare), l'art. 18-ter che parla di sollecitazione al pubblico risparmio, intendendo con essa *“ogni pubblico annuncio di emissione; ogni acquisto o vendita mediante offerta al pubblico, ogni offerta di pubblica sottoscrizione; ogni pubblica*

bisognerà attendere la **legge n. 149 del 1992** che sarà una norma completamente dedicata alle offerte pubbliche (di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio titoli).

Tale legge non fu emanata in maniera isolata, o comunque senza tener conto di una evoluzione normativa che in quel periodo stava coinvolgendo molte tematiche economiche, ma si andava ad inserire in un quadro legislativo la cui definizione era stata avviata con la l. n. 216/1974 (con riferimento al mercato mobiliare), proseguita con la legge n. 77/1983 (sui fondi comuni d'investimento), per poi passare alla legge n. 1/1991 (comunemente nota anche come legge Sim, in quanto con essa nasce un nuovo tipo di intermediario) ed infine (citando solo le più importanti) la legge n. 157/1991 (sull'*insider trading*).

Le novità introdotte dalla l. n. 149/1992 non vanno a sostituire la l. n. 216/1974, bensì ne rappresentano una integrazione, o meglio, un regime speciale che si affianca alle disposizioni generali presenti nella legge 216.

Leggendo il *corpus* normativo in questione, tra gli aspetti più rilevanti si nota che, ai sensi dell'art. 9 costituiscono offerte al pubblico *“tutte quelle aventi per oggetto l'acquisto e lo scambio di valori mobiliari quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto<sup>31,32</sup> (quali azioni, obbligazioni convertibili o altri titoli o diritti) che comunque consentono di acquisire diritti di voto”*.

Inoltre l'art. 10 precisa che il lancio dell'offerta pubblica di acquisto deve essere effettuato anche se il controllo sulla società bersaglio venga acquisito indirettamente o tramite interposta persona o società fiduciaria; pertanto ciò che rileva è il possesso di un quantitativo di titoli che permetta l'effettivo esercizio del controllo ma (come precisa

---

*offerta di scambio di valori mobiliari; ogni forma di collocamento porta a porta, a mezzo circolari e mezzi di comunicazione di massa in genere, nonché ogni annuncio pubblicitario tendente ad offrire informazioni o consigli al pubblico degli investitori, concernenti valori mobiliari non ancora emessi o per i quali l'emittente o l'offerente non abbia già predisposto il prospetto informativo, fatta eccezione per quelli quotati presso le borse valori”* ed infine l'art. 18-quater che precisa alcuni aspetti riguardanti la comunicazione e l'ambito di applicazione con riferimento a particolari valori mobiliari; per approfondimento si rimanda alla norma in questione.

<sup>31</sup> Comunemente noto col termine inglese *Unlisted market*; questo tipo di mercato è stato istituito con la l. n. 49 del 1977, e con esso si intende un mercato regolamentato nel quale sono trattati i titoli che non soddisfano pienamente i requisiti di liquidità richiesti per essere quotati sul MTA (Mercato Telematico Azionario al quale ci si può accedere, appunto, rispettando determinati requisiti formali e sostanziali), ma per i quali si ritenga opportuno la quotazione ufficiale. Cfr. [www.glossario.iaonet.com](http://www.glossario.iaonet.com)

<sup>32</sup> Tuttavia l'art. 10 al comma 8 specifica che l'ammontare delle partecipazioni idonee ad ottenere il controllo *“può essere raggiunto e superato anche tramite acquisti effettuati al di fuori della borsa o del mercato ristretto”* (pertanto in un mercato non regolamentato) purché entro trenta giorni dall'acquisto lanci l'offerta pubblica per un quantitativo non inferiore a quello acquistato e ad un prezzo non inferiore alla media ponderata dei prezzi di acquisto.

l'ultimo comma) *“fermo restando il quantitativo minimo prescritto dall'art. 18, comma 1<sup>33</sup>”*.

La sussistenza del controllo è quindi il presupposto per l'applicazione della disciplina: esso è inteso come la possibilità *“di disporre dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria, ovvero di esercitare un'influenza dominante”* (comma 2).

Rilevanti sono, ovviamente, anche eventuali accordi tra i soci in merito all'esercizio dei diritti e al trasferimento delle azioni; di ciò bisogna dare preventiva comunicazione alla Consob entro quarantotto ore dalla stipula (comma 4) e nel caso in cui ciò non avvenga, tali diritti non sono esercitabili (comma 5).

Inoltre qualora si sia acquisito il controllo della società quotata scatta l'obbligo di promuovere l'offerta *“quando il flottante<sup>34</sup> è inferiore al 10% o al minor limite stabilito dalla Consob”* (comma 9).

Nel caso di acquisto di controllo come frutto di un'operazione infragruppo si ha l'esenzione dall'obbligo di lanciare l'Opa<sup>35</sup> (comma 12).

L'art. 14 definisce quali sono le informazioni che l'offerente deve comunicare alla Consob, mentre l'art. 15 quali sono le ulteriori informazioni, le procedure e le modalità che la Commissione può richiedere al proponente<sup>36</sup>.

Anche se con la legge n. 149/1992 si è riusciti a dare alle Opa una disciplina propria, non sono mancati problemi di carattere interpretativo che si è riusciti a superare con l'introduzione del T.u.f., per poi arrivare all'intervento (non privo di contrasti e difficoltà) dell'Unione europea con la Direttiva 2004/25/CE (nota anche come Direttiva Opa).

---

<sup>33</sup> Ossia un quantitativo di titoli rappresentante il 10% del capitale sociale o del prestito obbligazionario oggetto dell'offerta.

<sup>34</sup> Che ricordo essere (secondo una definizione più recente, ma il cui significato a quel tempo non era così chiaro) la parte di capitale ammessa a negoziazione, escluse le partecipazioni di controllo.

<sup>35</sup> Le ragioni vanno ricercate nella volontà del legislatore di derogare la regola generale qualora il trasferimento del controllo sia frutto di una mera riorganizzazione aziendale, non modificando in tal modo i rapporti tra le società coinvolte nell'operazione.

<sup>36</sup> Buona parte dell'evoluzione normativa è stata tratta da G. FALCONE – G. ROTONDO – L. SCIPIONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, GIUFFRÈ, 2001, pagg. 7 e ss. Inoltre per approfondire la legge n. 149/1992 si rimanda allo stesso volume a partire da pag. 18.

## 1.1.2 (Segue): IL T.U.F. DEL '98 E IL REGOLAMENTO EMITTENTI

Ad oggi il T.u.f. è la fonte primaria in materia di disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio<sup>37</sup>; in particolare la loro disciplina trova spazio nella Parte IV del Titolo II, concernente l'appello al pubblico risparmio ed è corredata da quanto stabilito dal Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (altrimenti noto come Regolamento Emittenti)<sup>38</sup>.

Si possono identificare due finalità che il testo unico vuole raggiungere disciplinando l'OPA:

- Assicurare un'adeguata tutela ai destinatari dell'offerta, garantendo trasparenza di tutto l'iter (sin dalla fase prenegoziale) e di tutte le condizioni contrattuali; tale obiettivo è raggiunto sottoponendo la vigilanza sull'intera operazione alla Consob. La *ratio* è quella di evitare che una contrattazione diretta tra l'offerente e gli azionisti della società bersaglio si traduca in abusi a danno di questi ultimi, vista l'asimmetria informativa da cui il proponente potrebbe trarre un illecito vantaggio;
- Tutelare non solo gli interessi di una particolare categoria di investitori, che sono coloro che incidono fortemente sulle decisioni aziendali (basti pensare ai diritti di voto incorporati nella loro partecipazione azionaria), ma anche, in una visione più ampia, l'efficienza del mercato del controllo societario<sup>39</sup>.

L'introduzione del testo unico, pur avendo abrogato la previgente normativa, ha in parte recepito alcuni caratteri fondamentali già riconosciuti nella legge 149/1992, in particolare:

- 1) l'obbligo di lanciare l'offerta nel caso di trasferimento di controllo della società bersaglio, con lo scopo di tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza;
- 2) l'intera operazione doveva svolgersi nel rispetto di un iter formale atto a garantire la tutela degli oblati ma anche l'efficienza del mercato borsistico.

Tuttavia tali aspetti sono stati modificati con riferimento:

---

<sup>37</sup> Con esso è stata abrogata la precedente disciplina.

<sup>38</sup> Come avremo modo di verificare, tale Regolamento sarà più volte oggetto di revisione.

<sup>39</sup> Cfr. A. TUCCI in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, cit., pagg. 911 e 912.

- a) alla disciplina dell'Opa obbligatoria, rispetto alla quale ora sono previste due fattispecie (l'Opa successiva totalitaria e l'Opa residuale) contro le cinque della legge del 1992;
- b) all'Opa preventiva totale o parziale delle azioni ordinarie, che nel T.u.f trovano una disciplina nettamente diverse;
- c) ad una nuova definizione di offerte pubbliche di acquisto e scambio, che comporterà un diverso ambito di applicazione della normativa<sup>40</sup>;
- d) ad un maggior potere della Consob, la quale può anche intervenire nella disciplina mediante normazione secondaria<sup>41</sup>. Ciò è facilmente comprensibile dallo stesso dettato normativo, che rinvia al Regolamento Consob per la definizione del numero di soggetti e dell'ammontare complessivo minimo affinché si parli di offerte pubbliche di acquisto o scambio e quindi trovino applicazione le norme in materia.

Ed è proprio con riferimento all'applicazione degli art. 102 e ss. del T.u.f. che sono state scritte pagine su pagine per comprendere quale potesse essere la reale funzione della definizione di Opa che ritroviamo nell'art. 1 lettera v). Senza entrare troppo nelle questioni puramente interpretative, che non sono lo scopo dell'elaborato, è opportuno però far presente come la *ratio* della norma sopra richiamata sia quella di circoscrivere il perimetro applicativo della normativa, per consentire la comprensione di quale sia la portata della disciplina procedurale in tema di offerte pubbliche.

Pertanto l'obiettivo primario è quello di identificare le circostanze rientranti nella fattispecie Opa, con tutti gli obblighi sul piano procedimentale che ne derivano, in maniera tale da non consentire un ricorso al pubblico risparmio (mediante messaggi promozionali ed inviti ad offrire..) che non sia opportunamente vigilato. Vuole inoltre trovare applicazione il principio generale del diritto del mercato finanziario secondo il quale la sollecitazione al pubblico risparmio deve trovare riscontro nella redazione, e successiva pubblicazione, di un prospetto informativo<sup>42</sup>, con l'obiettivo primario di garantire la trasparenza.

---

<sup>40</sup> Come avremo modo di verificare più avanti.

<sup>41</sup> Cfr. B. QUATRARO – L. G. PICONE, *Manuale teorico – pratico delle offerte pubbliche di acquisto e scambio*, GIUFFRÈ, Milano, 2004, pag. 5.

<sup>42</sup> Cfr. E. PEDERZINI, *Profili contrattuali delle offerte pubbliche di acquisto*, GIUFFRÈ, 2004, pagg. 10 e ss.

## COMUNICAZIONE PREVENTIVA E DOCUMENTO D'OFFERTA (art. 102)

Chiunque intenda (o ne sia obbligato a) promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio deve darne "senza indugio"<sup>43</sup> preventiva comunicazione alla Consob, la quale con proprio regolamento stabilisce contenuto e modalità di pubblicazione del documento. Quest'ultimo deve contenere tutte le informazioni necessarie per consentire ai destinatari dell'offerta di giungere ad un fondato giudizio. La commissione ha quindici giorni per l'approvazione, e comunque può richiedere ulteriori informazioni e dati qualora questi siano necessari per una maggiore comprensione dell'offerta<sup>44</sup>.

Occorre però far presente il differente trattamento, con riferimento alla comunicazione preventiva, tra offerente quotato e quello non quotato:

- l'offerente quotato ha l'obbligo di comunicazione "senza indugio" sia nel caso di Opa obbligatoria (in tal caso comunicherà il superamento della soglia che ne fa scattare l'obbligo) sia in quella volontaria (dando quindi comunicazione dell'intenzione in tal senso);
- l'offerente non quotato ha cinque giorni di mercato aperto prima di dover comunicare il superamento della soglia (Opa obbligatoria), mentre in caso di Opa volontaria potrà mantenere il segreto fino al deposito del documento d'offerta presso la Consob<sup>45</sup>.

Per quanto riguarda il documento d'offerta, esso costituisce una dichiarazione rivolta ad *incertam personam* (ossia indistintamente a tutti gli azionisti della società bersaglio), rappresentando a tutti gli effetti una dichiarazione contrattuale. Essendo tale documento/contratto predisposto unilateralmente dall'offerente (esprimendo in tale modo l'evidente volontà di quest'ultimo alla conclusione), esso sarà perfezionato con la semplice accettazione da parte degli oblati.

In fase di pendenza dell'offerta, alla Consob sono riconosciuti poteri di sospensione:

---

<sup>43</sup> Tale termine era previsto anche nell'art. 37 del regolamento 11971/99 (versione originaria), il quale inoltre precisava che la comunicazione, oltre che alla Consob, doveva pervenire anche al mercato (ossia ad almeno due agenzie di stampa) ed alla società bersaglio. Tuttavia, a seguito dei provvedimenti del T.A.R. Lazio e del Consiglio di Stato, la Consob ha abrogato l'obbligo di comunicazione "senza indugio" (1° comma dell'art. 37 vecchia formulazione) stabilendo, nella nuova versione nell'art. 37, che chi ha una mera intenzione di lanciare un'offerta non deve più comunicarne gli elementi essenziali ma deve predisporre quanto prima la bozza del documento da inoltrare alla Consob.

<sup>44</sup> In nessun caso però la Commissione può giudicare circa gli effetti, entrando quindi nel merito dell'operazione.

<sup>45</sup> Cfr. B. QUATRARO – L. G. PICONE, *Manuale teorico – pratico delle offerte pubbliche di acquisto e scambio*, cit., pagg. 8 e ss.

- cautelativa (se c'è fondato sospetto di violazione delle disposizioni);
- e per un termine massimo di trenta giorni (se dovessero sopraggiungere nuovi fatti in grado di mettere a repentaglio il fondato giudizio);

per poi arrivare alla dichiarazione di decadenza, qualora dovesse alla fine risultare accertata la violazione delle disposizioni e/o delle norme regolamentari.

### SVOLGIMENTO DELL'OFFERTA (art. 103)

Proprio per la natura contrattuale del documento d'offerta, quest'ultima è irrevocabile, e qualunque clausola contraria è nulla (1° comma).

Inoltre la scelta della c.d. durata dell'offerta, ossia il termine entro il quale aderire, non può essere sottoposto alla “*mera volontà dell'offerente*”, come precisato dall'art. 40 del Regolamento Emittenti. Ai sensi di tale articolo, infatti, il periodo di adesione deve essere concordato con la società di gestione del mercato; tuttavia nel caso di prodotti finanziari non ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato bisogna concordare con la Consob. I termini sono tra un minimo di quindici ed un massimo di venticinque giorni per le obbligatorie, termine massimo che sale a quaranta giorni per le “*altre offerte*” (ossia quelle volontarie totalitarie o preventive); tuttavia è possibile una riapertura dei termini dell'offerta<sup>46</sup>.

L'art. 104 disciplina le varie manovre di difesa, che saranno oggetto di trattazione nel capitolo secondo.

Infine, mentre la sezione I è dedicata a tutte le offerte pubbliche di acquisto, nella sezione II (artt. 105 e ss.) si pone l'attenzione sulle offerte pubbliche obbligatorie, ossia offerte che devono essere lanciate nella circostanza in cui:

- 1) abbiano ad oggetto titoli ammessi alla negoziazione sui mercati regolamentati che garantiscano il diritto di voto per la nomina o la revoca degli amministratori;
- 2) l'acquisto superi la soglia del 30%<sup>47, 48</sup>.

L'obbligo di acquisto è disciplinato nell'art. 108 rispetto al quale sono previste due fattispecie:

---

<sup>46</sup> Per essi si rimanda all'art. 40-bis del Regolamento emittenti.

<sup>47</sup> Le condizioni 1) e 2) devono sussistere contemporaneamente.

<sup>48</sup> Per approfondire l'Opa obbligatoria con le varie fattispecie e i commenti agli artt. 105 e ss. del T.u.f si rimanda a R. LENER, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. S. RICHTER JR, cit., pagg. 165 e ss.

- lo *squeeze out*, che si verifica dopo il lancio di un'Opa totalitaria, che consiste nella possibilità dell'offerente di avvalersi del diritto di acquisto delle azioni residue se dovesse arrivare a detenere almeno il 95% del capitale con diritto di voto. Il corrispettivo sarà pari a quello dell'offerta pubblica precedente;
- l'Opa residuale, si ha quando un soggetto arriva a detenere tra il 90 e 95% del capitale. In tal caso l'offerente può lanciare un'offerta residuale agli azionisti di minoranza, il cui corrispettivo sarà determinato dalla Consob considerando il prezzo dell'offerta precedente o quello di mercato<sup>49</sup>.

### 1.1.3 (Segue): LA DIRETTIVA 2004/25/CE

“L'Unione europea intende garantire alle imprese europee una maggiore certezza in materia di offerte pubbliche di acquisto pur proteggendo gli interessi degli azionisti (in particolare modo quelli di minoranza), dei dipendenti e di ogni altra parte interessata. Mediante una direttiva essa instaura norme trasparenti, comuni a tutta l'Unione europea, in materia di OPA. Essa rafforza, ad esempio, le norme sulle informazioni agli azionisti in merito alle offerte proposte (periodo di accettazione, corrispettivo ...)”<sup>50</sup>.

Prima di procedere all'analisi delle disposizioni emanate dagli organi comunitari in materia di Opa, è opportuno far presente che tale intervento legislativo non fu privo di problemi e di contrasti tra gli Stati membri. L'emanazione difatti rappresentò un compromesso: tra paesi propensi ad un sistema di apertura generale tra le società e altri che invece presentano un'ottica più protezionistica; non a caso fu bocciata dal Parlamento europeo la prima proposta di Direttiva nel luglio del 2001 portando quindi il legislatore comunitario a dover emanare una direttiva-quadro che si limitasse a regolare gli aspetti fondamentali della materia<sup>51, 52</sup>: si trattò quindi di una regolamentazione caratterizzata da un'armonizzazione minima.

Sono molte le novità introdotte dalla **Direttiva 2004/25/CE**<sup>53</sup> emanata dal Parlamento europeo e dal Consiglio, tuttavia per poterle comprendere appieno è necessario analizzare

<sup>49</sup> <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa-residuale.htm>.

<sup>50</sup> Cfr. [http://europa.eu/legislation\\_summaries/internal\\_market/businesses/company\\_law/l26012a\\_it.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/businesses/company_law/l26012a_it.htm).

<sup>51</sup> Lasciando agli Stati membri la disciplina di dettaglio in sede di attuazione.

<sup>52</sup> Cfr. Consob, allegato n. 3, consultazione emittenti, *quadro normativo in materia di opa*, cit., pag. 2.

<sup>53</sup> Recepita con decreto legislativo del 19 novembre 2007, n. 229.

le ragioni che hanno indotto il legislatore europeo ad intervenire con una disciplina *ad hoc*. Per fare ciò non bisogna fare molta strada giacché all'interno dello stesso *corpus* normativo sono elencate le considerazioni fatte dagli organi comunitari e che hanno portato all'elaborazione e successiva emanazione della Direttiva.

Volendo ricordare le principali:

- 1) coordinare le garanzie che gli Stati membri richiedono alle società con titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, al fine di tutelare i soci e i terzi;
- 2) tutelare gli interessi dei soggetti possessori dei titoli di una società oggetto di un'offerta pubblica di acquisto;
- 3) creare un contesto chiaro e trasparente con riguardo ai problemi giuridici che possono sorgere in occasione del lancio di un'Opa;
- 4) non consentire alle banche centrali degli Stati membri, viste le finalità di interesse pubblico da esse perseguite, di essere oggetto di offerte pubbliche;
- 5) emanare disposizioni che non consentano l'*insider trading* (vale a dire l'abuso di informazioni privilegiate);
- 6) garantire e tutelare la libera circolazione dei capitali<sup>54</sup>.

La Direttiva ha introdotto, tra le altre, due importanti regole che possono trovare applicazione in sede di offerta pubblica, che sono: la *passivity rule* e la regola di neutralizzazione<sup>55</sup>.

Ai sensi dell'art. 9 "*l'organo di amministrazione della società emittente è tenuto ad ottenere l'autorizzazione preventiva dell'assemblea generale degli azionisti a tal fine prima di intraprendere qualsiasi atto od operazione che possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta*".

Ed è proprio in questo che consiste la *passivity rule*, con la quale si vuole subordinare alla volontà degli azionisti qualunque atto difensivo nei confronti di una scalata<sup>56</sup>. L'*intentio*

---

<sup>54</sup> Per l'elenco completo si rimanda alla Direttiva.

<sup>55</sup> Tuttavia ai sensi dell'art. 12 è previsto un regime opzionale che consente ai legislatori nazionali di esigere o meno l'applicazione delle due regole; si può decidere di introdurle entrambe, nessuna o solo una (c.d. *opting out*). Qualora però per via legislativa ci si avvallesse di tale opzione, bisogna consentire alle società di poterle prevedere (in maniera reversibile) nel proprio statuto. L'Italia ha previsto l'obbligo di applicazione di entrambi i principi, obbligo poi modificato a seguito del decreto legge del 2008 n. 185.

Cfr. <http://nuovo.camera.it/561?appro=285&Opa=e+misure+difensive+nei+Paesi+europei>.

<sup>56</sup> Per completezza di informazione è giusto ricordare che in Italia, su richiesta del presidente della Consob, nel 2009 venne soppressa la *passivity rule* a seguito dei timori di mire speculative in occasione della crisi finanziaria; tuttavia, superato il periodo di tensione, venne reintrodotta a partire dal luglio 2010.

*legis* va ricercata nell'esigenza di bilanciare i poteri esistente nelle società quotate, dando ai soci la possibilità di accettare un'offerta ovvero di adottare delle misure difensive<sup>57</sup>.

Mentre, la regola di neutralizzazione (*breakthrough rule*) prevista dall'art. 11 della Direttiva, che in sede di attuazione di quest'ultima trova posto nell'art. 104-*bis* del T.u.f. prevede che:

- I. *“nel periodo di adesione all'offerta non hanno effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento dei titoli previste nello statuto né hanno effetto, nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previsti dall'art. 104<sup>58</sup>, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o dai patti parasociali”* (art. 104-*bis*, comma 2);
- II. *“quando a seguito dell'offerta di cui al comma 1<sup>59</sup>, l'offerente venga a detenere almeno il settantacinque per cento del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, nella prima assemblea che segue la chiusura dell'offerta,..., non hanno effetto*
  - a) *le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o nei patti parasociali;*
  - b) *qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza previsto nello statuto”* (art. 104-*bis*, comma 3).

Tuttavia a queste due regole si affianca la clausola di reciprocità (art. 12 della Direttiva) che viene inserita nell'art. 104-*ter* del testo unico. La Direttiva prevede che gli Stati possono consentire alle società che applicano (per legge o per statuto) la *passivity rule* e/o la regola di neutralizzazione di disapplicare tali regole qualora i titoli da esse emesse siano oggetto di offerta da parte di società che, per le proprie leggi nazionali, non applicano le medesime regole. La *ratio* è quella di incentivare gli Stati membri all'adozione delle due regole permettendo alle società di poter eventualmente invocare la clausola di reciprocità nei confronti di quelle che non le applicano<sup>60</sup>.

---

Cfr. <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/passivity-rule.html>

<sup>57</sup> <http://www.diritto.it/docs/27120-misure-difensive-in-caso-di-opa-le-modifiche-introdotte-dal-decreto-anticrisi>.

<sup>58</sup> Ossia le assemblee che decidono sull'attuazione delle misure difensive.

<sup>59</sup> Aventi ad oggetto titoli emessi da società quotate.

<sup>60</sup> Per una maggiore comprensione soprattutto in merito alla complessità operativa di tale clausola si rimanda al CdM del 9 novembre 2007: *il recepimento della direttiva opa, le scelte contenute nel decreto legislativo*; <http://www.governo.it/backoffice/allegati/37189-4444.pdf>.

La Direttiva ha inoltre previsto:

- l'obbligo di rendere immediatamente pubblica la decisione di lanciare l'offerta, per assicurare trasparenza ed efficienza dei mercati;
- l'obbligo di promuovere l'offerta a tutti i possessori e per la totalità dei titoli quando l'acquisto di questi ultimi consente l'esercizio del controllo; ciò deve avvenire alle stesse condizioni per tutti gli oblati e ad un "prezzo equo"<sup>61</sup>.

Infine, per concludere l'intero assetto normativo, alla Direttiva Opa hanno fatto seguito numerose riforme ed integrazioni<sup>62</sup> che si possono riassumere nel modo seguente:

- decreto-legge 29 novembre 2008, n. 185 ("Decreto anti-crisi"), con il quale è stata modificata la normativa in materia di *passivity rule* e regola di neutralizzazione;
- legge n. 33/2009 che ha apportato modifiche al T.u.f. rafforzando gli strumenti di difesa da manovre speculative;
- decreto legislativo n. 146/2009 ("Decreto correttivo"), che integra e corregge il decreto di attuazione della Direttiva<sup>63</sup>.

#### 1.1.4 UNA DISCIPLINA IN CONTINUA EVOLUZIONE

Mettere un punto alla disciplina sulle offerte pubbliche d'acquisto è quasi impossibile giacché, proprio mentre scrivo, sono state approvate delle proposte di revisione in materia, alcune delle quali anche molto rilevanti: basti pensare alla modifica della soglia del 30% al verificarsi della quale scatta l'obbligo di lanciare un'offerta.

Rispetto a tale riforma, in data 13 dicembre 2013, il Presidente della Consob Vegas dichiara la sua approvazione all'introduzione di addirittura due soglie fisse: una ordinaria e l'altra, ridotta, per le *public company*; nella stessa occasione esprime il suo favore all'immissione di una terza soglia (più alta) che andrebbe estesa alle matricole per

---

<sup>61</sup> Per "prezzo equo" s'intende il prezzo più elevato pagato per gli stessi titoli dall'offerente in un periodo compreso tra i sei e i dodici mesi antecedenti il lancio dell'offerta; tuttavia, se in pendenza di offerta l'offerente si trova ad acquistare i titoli ad un prezzo superiore a quello di offerta, dovrà adeguare la sua proposta al prezzo massimo pagato per tali acquisti. Cfr. Consob, allegato n. 3, consultazione emittenti, *quadro normativo in materia di opa*, pagg. 4 e ss.

<sup>62</sup> Alcune delle quali sono state implicitamente considerate nell'esposizione della normativa.

<sup>63</sup> Cfr. Consob, *relazione illustrativa sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedure di consultazione*, pag. 2.

incentivare la quotazione di quegli imprenditori riluttanti all'entrata in Borsa per paura di perdere il controllo<sup>64</sup>.

È questa una proposta che nasce a seguito del caso Telefonica - Telecom<sup>65</sup>, e consiste essenzialmente nel consentire per via statutaria l'obbligo di Opa al di sotto della soglia prevista dal T.u.f.

Tuttavia, qualora tali ulteriori indicazioni dovesse trovare attuazione, comporterebbero ripercussioni anche nei confronti di altre società quotate a cui fa capo un'azionista al di sotto del 30%: è il caso di Fiat che rappresenta il primo azionista (col 20,5%) di Rcs Mediagroup; oppure Pirelli, che col 26,2% fa capo a Camfin<sup>66</sup>, e così via.

Delle sopra citate modifiche, non tutte hanno trovato attuazione. In particolare, le ultime modifiche alla disciplina OPA risalgono al 24 giugno 2014 con il d.l. n. 91/2014 ("d.l. competitività"), convertito con modificazioni dalla legge di conversione n. 116 dell'11/08/2014. Ad opera dell'art. 20 del d.l. n. 91/2014 sono state apportate, tra le altre, delle modifiche all'art. 106 del T.u.f., che riguarda l'offerta pubblica di acquisto totalitaria. Il comma 1 dell'art. 106 è stato modificato come segue: *“Chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso”*. È stata inoltre introdotta la doppia soglia per le società diverse dalle piccole e medie imprese (PMI), così come disposto dal nuovo comma 1-bis dell'art. 106, e la possibilità di prevedere in statuto una soglia diversa dal 30% per le PMI (art. 106 comma 1-ter).

In particolare:

- ai sensi del comma 1-bis, *“Nelle società diverse dalle PMI l'offerta di cui al comma 1 è promossa anche da chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere*

---

<sup>64</sup> [http://www.corriere.it/notizie-ultima-ora/Economia/Telecom-Vegas-ben-venga-lancio-opa-scatole-cinesi-non-funzionano-piu/13-12-2013/1-A\\_009618179.shtml](http://www.corriere.it/notizie-ultima-ora/Economia/Telecom-Vegas-ben-venga-lancio-opa-scatole-cinesi-non-funzionano-piu/13-12-2013/1-A_009618179.shtml).

<sup>65</sup> Anche con riferimento a tale questione, è intervenuto il presidente della Consob, il quale, in data 26 settembre 2013 dichiara che poiché l'attuale assetto normativo prevede l'obbligo di Opa al superamento del 30% indipendentemente dal conferimento del controllo, Telefonica non ha l'obbligo di lanciare l'offerta su Telecom.

Cfr. [http://www.corriere.it/politica/13\\_settembre\\_26/telecom-vegas-consob-no-obbligo-opa\\_41818638-267d-11e3-a1ee-487182bf93b6.shtml](http://www.corriere.it/politica/13_settembre_26/telecom-vegas-consob-no-obbligo-opa_41818638-267d-11e3-a1ee-487182bf93b6.shtml).

<sup>66</sup> Dati tratti da un articolo di stampa del 17 ottobre 2013, *Opa e Telecom, il Senato approva la mozione anti Telefonica*, pubblicato su [www.ilfattoquotidiano.it](http://www.ilfattoquotidiano.it).

*una partecipazione superiore alla soglia del venticinque per cento in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata”;*

- ai sensi del comma 1-ter, “ *Gli statuti delle PMI possono prevedere una soglia diversa da quella indicata nel comma 1, comunque non inferiore al venticinque per cento né superiore al quaranta per cento”.* Tale comma, garantisce ai soci che non hanno concorso alla delibera, il diritto di recesso secondo quanto disposto dal codice civile (artt. 2437-bis, 2437-ter, 2437-quater), qualora la modifica dello statuto dovesse avvenire “*dopo l’ inizio delle negoziazioni dei titoli in un mercato regolamentato*”.

Alcune modifiche riguardano anche l’ art. 104-bis del T.u.f., che con riferimento alla regola di neutralizzazione, precisa come nelle assemblee chiamate a decidere sull’ attuazione dei meccanismi di difesa da scalata “*le azioni a voto plurimo conferiscono soltanto un voto e non si computano i diritti di voto assegnati ai sensi dell’ art. 127-quinquies*<sup>67</sup>”.

Ed infine, l’ art. 109 (acquisti di concerto) è stato modificando prevedendo che gli obblighi previsti dagli artt. 106 e 108<sup>68</sup> “*sussistono anche in capo a coloro che agiscono di concerto, a seguito di maggioranze, anche a favore di uno solo di essi, dei diritti di voto, qualora essi vengano a disporre di diritti di voto in misura superiore alle percentuali indicate nell’ art. 106*”<sup>69</sup>.

---

<sup>67</sup> Che riguarda la possibilità di prevedere per via statutaria un voto maggiorato, nel rispetto di determinate condizioni. Si lascia al lettore l’ approfondimento dell’ art. 127-quinquies.

<sup>68</sup> Che ricorda disciplina gli obblighi di acquisto.

<sup>69</sup> Per tutte le altre modifiche ad opera del d.l. competitività si rimanda al *corpus* normativo.

## 1.2 LE RAGIONI SOTTOSTANTI AL LANCIO DI UN'OPA

Si è compreso fin'ora che un soggetto (riconducibile nella maggior parte dei casi ad una società) può avvalersi della tecnica delle offerte pubbliche nel momento in cui vuole acquisire una partecipazione di controllo di una società azionaria, per avere il potere di influenzare in maniera “dominante” le scelte aziendali (grazie ai diritti di voto che tale partecipazione gli conferisce e che gli consente un forte potere d'intervento in assemblea).

Tuttavia, occorre sottolineare che non tutte le offerte sono indirizzate all'acquisizione del controllo, potendo queste essere riconducibili ad un proposta da parte di coloro che già lo esercitano oppure abbiano ad oggetto titoli che non lo conferiscono<sup>70</sup>.

Lanciare un'offerta è solo una delle possibili strade percorribili idonee ad acquisire una partecipazione di controllo; lo stesso obiettivo può essere raggiunto attraverso l'acquisto diretto della partecipazione da colui che precedentemente la deteneva, oppure tramite una serie di piccole operazioni<sup>71</sup> da porre in essere con i vari azionisti, fino al raggiungimento della soglia che consente l'esercizio dell'“influenza dominante” (a meno che non si determini un obbligo di OPA).

Inoltre, per completezza, è giusto ricordare l'esistenza di una modalità che si basa sullo sfruttamento delle leve finanziarie ed è idonea ad acquisire una società: tale procedura è nota come *leverage buy-out*<sup>72</sup>.

Se questo è vero, non si può d'altro canto tralasciare il fatto che nel caso di azioni quotate in mercati regolamentati e talvolta prive di un vero azionista di controllo, l'acquisto di una partecipazione così significativa potrebbe risultare molto difficile, come impossibile ma soprattutto troppo oneroso sarebbe l'acquisto di tante piccole azioni per accumulare la partecipazione rilevante.

---

<sup>70</sup> Tali ipotesi sono riconducibili sicuramente a categorie residuali in quanto la complessità e l'onerosità dell'operazione non giustificano il ricorso a tale tecnica se non per l'acquisizione del controllo.

<sup>71</sup> Qualora l'azionariato dovesse essere molto diffuso.

<sup>72</sup> Ossia “acquisizione tramite debito”; tale procedura si articola in una serie di operazioni finanziarie volte all'acquisto di una società. Nella pratica, generalmente viene costituita una società veicolo (*newco*) che assorberà l'equity e il debito dell'offerente. Successivamente la *newco* conferisce gli asset nella società *target* ricevendo una partecipazione della stessa oppure fondendosi con essa; il debito contratto verrà poi ripagato in genere con i flussi di cassa generati dalla società acquisita. Tale operazione richiede alla base un basso grado di leva finanziaria (ossia un basso livello d'indebitamento rapportato all'equity) della società target. Cfr. <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/leveragebuyout.htm>.

Quindi, in caso di Opa volontaria, la scelta di lanciare o meno l'offerta è frutto di un calcolo di convenienza che consiste, appunto, nel tener conto del costo proibitivo che l'offerente si troverebbe a sostenere se dovesse negoziare i titoli in maniera separata, andando alla ricerca degli azionisti "dispersi" della società quotata<sup>73</sup>.

Non stupisce, pertanto, che il ricorso all'Opa sia opportuno e talvolta obbligato<sup>74</sup>.

Il motivo fondamentale che giustifica il lancio di un'offerta è, dunque, l'ottenimento del controllo e di conseguenza l'acquisizione di un'altra società.

A questo punto sono tante le domande da porsi in merito alle ragioni che spingono una società (talvolta, ma non così di rado, concorrente) a volerne il controllo di un'altra: si può voler incidere significativamente nella vita societaria oppure l'operazione può essere frutto di un'attività meramente speculativa.

Di particolare interesse appare quest'ultimo aspetto, su cui vale la pena soffermare l'attenzione.

A volte capita che il lancio di un'OPA sia frutto di un'operazione finanziaria speculativa, nella quale l'acquisizione del controllo della società *target* sia mirato ad un successivo smembramento sul mercato; in tal modo verrebbe finanziata l'intera operazione e si otterrebbero ingenti guadagni<sup>75</sup>. Trattasi di una manovra, nota in economia come *asset stripping*, che viene attuata quando ci si accorge che una società è sottovalutata (presenta quindi un valore complessivo inferiore rispetto alle singole attività che la compongono), pertanto si procede con l'acquisto non per gestirla ma per rivenderla con varie piccole cessioni (ognuna delle quali aventi per oggetto un asset o un gruppo di asset) dalle quali è possibile ricavare elevate plusvalenze.

Al contrario, l'obiettivo primario dell'acquisizione potrebbe essere l'intervento nell'attività operativa della società *target*, per renderla più efficiente oppure per migliorare le *performance* della società offerente.

A tal proposito, se l'acquisizione è subordinata al rispetto del *going concern*<sup>76</sup>, le motivazioni alla base dell'operazione sono diverse a seconda il tipo di business in cui le

---

<sup>73</sup> Cfr. L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori, la disciplina dell'opa obbligatoria*, cit., pag. 12.

<sup>74</sup> Cfr. AA. VV., *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. S. RICHTER JR, cit., pagg. 11 e 12.

<sup>75</sup> <http://www.bankpedia.org/index.php/it/119-italian/o/21377-offerta-pubblica-di-acquisto>

<sup>76</sup> Con esso s'intende la volontà dell'acquirente di non vendere successivamente l'azienda ma l'obiettivo è quello di continuare l'attività della società *target*.

società operano. Con riferimento a ciò, esistono essenzialmente tre categorie di acquisizioni:

- *Orizzontali*: quando le imprese operano nello stesso business;
- *Verticali*: integrazioni attraverso acquisizioni fra clienti e fornitori<sup>77</sup>;
- *Conglomerati*: quando le imprese operano in settori differenti.

Uno dei motivi che può giustificare un'acquisizione, soprattutto di tipo orizzontale, è lo sfruttamento di economie di scala<sup>78</sup>. Tuttavia, con riferimento a tale tipologia d'integrazione, una ragione va anche (e soprattutto) ricercata nell'eliminazione dal commercio di un concorrente per aumentare la propria quota di mercato e per ridurre la concorrenza<sup>79</sup>.

Le altre motivazioni possono essere riassunte nel modo seguente:

- Combinazione di risorse complementari: società di grandi dimensioni decidono di acquisire aziende piccole perché, ad esempio, queste ultime hanno un prodotto esclusivo e particolare, ma viste le ridotte dimensioni e la carenza di una struttura idonea, non possono produrlo su vasta scala;
- Eccesso di fondi: una società che presenta un'eccessiva liquidità e limitate opportunità di investimento decide di porre in essere un'acquisizione da pagare in contanti per poter redistribuire il capitale<sup>80</sup>;
- Eliminazione delle inefficienze: società con un buon *management* decidono di acquisire società gestite male e che mostrano importanti opportunità di crescita se amministrate bene.
- Consolidamento di settore: un tipo di mercato presenta troppe imprese ed una capacità produttiva eccessiva pertanto si dà il via ad acquisizione per renderlo più efficiente;
- Benefici fiscali inutilizzati: un'impresa che gode di benefici fiscali ma dei quali non può usufruire per assenza di utili in grado di assorbirli, viene acquisita da una società che vuole trarre vantaggio da tali agevolazioni<sup>81</sup>.

---

<sup>77</sup> Tale categoria non necessita per forza l'ottenimento del controllo, pertanto non sarà oggetto di discussione.

<sup>78</sup> Esse si ottengono quando il costo medio unitario diminuisce all'aumentare dell'output.

<sup>79</sup> Questo aspetto, che apre la strada a molteplici problematiche di antitrust, sarà oggetto di trattazione nel prosieguo dell'elaborato.

<sup>80</sup> È pur vero che, qualora una impresa dovesse presentare eccessiva liquidità, in genere si decide di optare per una redistribuzione agli azionisti, mediante aumento di dividendi oppure acquisto di azioni proprie; tuttavia, i manager sono restii all'adozione di tale politica di impoverimento della loro impresa.

Una “soggetto” che intende raggiungere uno o più di tali obiettivi lancia un’Opa, per poter acquisire il controllo ed avere quindi i “numeri” in assemblea che gli consentano di deliberare in tal senso.

Per vero, l’ottenimento del controllo trova giustificazione anche nei numerosi benefici privati ad esso correlati.

I *benefici privati del controllo* costituiscono tutta una serie di utilità di cui godono i soggetti economici che esercitano influenza dominante. Con riferimento ad essi, la letteratura identifica due fenomeni:

1. I *perquisites* (o anche *perks*), vale a dire i privilegi dei top manager;
2. Il *tunneling*, ossia la pratica adottata dai controllanti in un sistema di blocchi di controllo dominanti, avente come obiettivo il *freeze out*<sup>82</sup> degli azionisti di minoranza<sup>83</sup>.

Tali benefici possono essere, a loro volta, distinti in monetari e non monetari:

- **BENEFICI MONETARI:** in questi rientrano i *perks*, e i guadagni derivanti dalle operazioni di scambio tra controllante e società controllata;
- **BENEFICI NON MONETARI:** condizione psicologica in cui si trova il controllante dovuta al suo *status*, vale a dire autorealizzazione, prestigio, potere, fama, etc.<sup>84</sup>

Infine, non di rado, l’Opa può essere finalizzata al *buy-back*: ossia al riacquisto delle azioni proprie<sup>85</sup>.

---

<sup>81</sup> Le motivazioni sono tratte da AA. VV., *Principi di finanza aziendale*, MCGRAW-HILL, sesta edizione, 2011, cap. 31. Per approfondimento si rimanda allo stesso volume.

<sup>82</sup> Letteralmente “fare fuori”.

<sup>83</sup> vedi paragrafo 1.3.1.

<sup>84</sup> <http://www.bankpedia.org/index.php/it/88-italian/b/18719-benefici-privati-del-controllo-enciclopedia>.

Per completezza tali benefici si suddividono oltre che per il carattere monetario anche per la loro trasferibilità, per essi si rimanda allo stesso sito.

<sup>85</sup> Ricordo che l’acquisto di azioni proprie è disciplinato dagli artt. 2357 e 2358 del c.c., che ne fissa i limiti e modalità; tra i più rilevanti:

- 1) l’acquisto di azioni proprie deve avvenire nei limiti degli utili distribuiti e delle riserve disponibili; inoltre può riguardare solo azioni interamente liberate;
- 2) durata non superiore ai 18 mesi;
- 3) le azioni acquistate non devono superare il 10% del capitale sociale.

## 1.2.1 (Segue): EFFETTI ECONOMICI IDIOSINCRATICI E SISTEMICI

È difficile stabilire di preciso quali siano gli effetti sulla società *target*, sul mercato, ma anche sulla società offerente che scaturiscono dal lancio di un'offerta, dalla sua realizzazione o mancata riuscita.

Difatti, le varie ricerche mi hanno portato a concludere che non si può definire con certezza quali siano le conseguenze di un'operazione di acquisizione avvenuta per mezzo di un'offerta pubblica di acquisto.

Sicuramente gli scenari che si possono aprire sono molteplici e dipendono proprio dalle ragioni che spingono il lancio dell'offerta e dalla rilevanza (in termini di dimensione e tipo di offerente) dell'operazione.

Potrebbe essere utile riassumere i più importanti in pochi punti:

### ❖ OPA FINALIZZATA AL *GOING CONCERN*

Nel caso di offerta il cui obiettivo risiede nel fornire alla società *target* un nuovo *management* e quindi nuove strategie aziendali, gli effetti economici dipenderanno dalla riuscita o meno di tale scopo: difatti qualora la gestione, ad opera del nuovo controllante, dovesse risultare ottima (e migliore della precedente) il valore della società subirebbe un rialzo, lo stesso accadrebbe ai relativi titoli; in caso contrario le azioni subirebbero un calo che potrebbe essere anche molto rilevante e pericoloso per le sorti della stessa.

In tale contesto rientrano anche le offerte che sono antecedenti ad una successiva fusione tra le due società (dell'offerente e *target*), dalle quali far nascere delle sinergie che possono rivelarsi eccellenti o fallaci.

Cito, fra tutti, il caso di *Impregilo*, il cui capitale dopo l'OPA è in mano per l'88,8% a Salini<sup>86</sup>. Ebbene, seppure il titolo inizialmente aveva perso il 5%, l'avvio della fusione con Salini ha portato un incremento iniziale del 3%<sup>87</sup>.

---

<sup>86</sup> Salini - Impregilo è un Gruppo industriale di dimensioni internazionali specializzato nella costruzione di grandi opere complesse.

<sup>87</sup> <http://www.ansa.it/web/notizie/rubriche/economia/2013/06/25/Impregilo-parte-bene-Borsa-3-8923232.html>.

## ❖ OPA FINALIZZATA AL *DELISTING*

Quando il lancio dell'Opa è finalizzato alla revoca di una società dalle quotazioni, ed in genere questo accade in periodi in cui i prezzi dei titoli in Borsa sono molto bassi, la semplice comunicazione al mercato dell'offerta avente tale finalità ha delle ripercussioni non indifferenti.

È il caso di *Iren Acqua Gas* (Iag) e *Società metropolitana Acque Torino* (Smat) che hanno deliberato la promozione di un'offerta pubblica di acquisto totalitaria finalizzata al *delisting* sulle azioni di *Acque Potabili*, rispetto alla quale attualmente detengono il 61,71%.

La sola divulgazione ha portato un deprezzamento su Piazza Affari del titolo della società *target* pari all'1,2%, mentre un rialzo del titolo di *Iren* dell'1,75%<sup>88</sup>.

Ancora più complessi risultano gli impatti economici sull'intero settore in cui le società coinvolte nell'offerta si trovano ad operare. Le integrazioni tra aziende potrebbero migliorarne l'efficienza, qualora, come si è già visto, un settore dovesse essere saturo, vista l'eccessiva capacità produttiva rispetto a quella che il mercato (la domanda) è in grado di assorbire; ma, al contrario, potrebbe generare un problema di concentrazioni finalizzate all'eliminazione della concorrenza, con lo scopo di creare un mercato monopolistico<sup>89</sup>.

---

<sup>88</sup> <https://it.finance.yahoo.com/notizie/iren-lanciata-opa-acque-potabili-152900560.html>.

<sup>89</sup> Questa tematica sarà affrontata più avanti nella trattazione.

### 1.3 TUTELA DEGLI AZIONISTI E DEL MERCATO

Quando si lancia un'OPA e quindi, nel caso di successo dell'offerta, si riesce ad ottenere una partecipazione di controllo, ci sono diversi interessi meritevoli di tutela, tra i quali spiccano soprattutto quelli degli azionisti di minoranza. Questi ultimi, infatti, a differenza degli azionisti di controllo, sono in genere dei piccoli risparmiatori e pertanto necessitano di una tutela per evitare che vengano "schiacciati" dal potere del nuovo (forse) primo azionista<sup>90</sup>.

Prima però di porre l'attenzione su quali siano i problemi e i rischi a cui va incontro un azionista di minoranza e pertanto come il legislatore abbia deciso di porvi rimedio, vale la pena spiegare i diritti che l'ordinamento riconosce all'azionista in quanto oblato e quindi destinatario dell'offerta (compreso ovviamente quello di minoranza), ma anche i diritti del mercato (ossia gli interessi di coloro che sono gli attuali e i potenziali investitori dei prodotti finanziari dell'emittente).

Un ambito particolarmente rilevante è rappresentato dal *diritto all'informazione*<sup>91</sup>.

Rispetto a ciò, si è già avuto modo di evidenziare quali siano gli obblighi di *disclosure* in capo all'offerente e che tali impegni abbiano come obiettivo quello di consentire agli investitori di poter assumere consapevolmente la scelta economico-contrattuale di accettare o rifiutare la proposta.

Bisogna tuttavia tener presente le differenti modalità giuridiche con le quali vengono tutelati gli interessi del mercato e degli azionisti dell'emittente.

In occasione di un'OPA, l'interesse del mercato (intendendosi con esso qualunque soggetto faccia affidamento sull'informazione diffusa in pendenza d'offerta) trova tutela *ex post*, e pertanto nel diritto, da esercitare eventualmente in giudizio, al risarcimento del danno.

---

<sup>90</sup> Vale la pena tener presente che, non a caso, quasi l'intera architettura dell'ordinamento finanziario è indirizzata alla protezione delle "minoranze" che rientrano in quella "*need of protection*" meritevole di particolare attenzioni; ebbene, anche in tale contesto si è tenuto conto di ciò.

<sup>91</sup> In realtà ne esistono tanti altri, quali ad esempio, l'organizzazione produttiva e pertanto gli interessi dei lavoratori dipendenti, nonché l'interesse sociale nell'organizzazione di una società quotata; tuttavia questi non saranno oggetto di trattazione, la quale pone l'accento su quali siano gli interessi dei destinatari diretti dell'OPA e non perché meritevoli di minore attenzione.

In tale contesto il risarcimento sarà giustificato dai danni che l'informazione falsa o incompleta può aver prodotto, da far valere nei confronti del soggetto proponente. Trova piena applicazione la responsabilità da prospetto così come prevista dagli artt. 94 ss. del T.u.f.; secondo tali disposizioni l'offerente risponde “*della parte di sua competenza*” (art. 94, comma 8)<sup>92</sup>.

Per vero, è riscontrabile anche un'eventuale responsabilità della Consob<sup>93</sup>, la quale non deve verificare la veridicità dei dati, ma verrà chiamata a rispondere qualora il danno sia frutto di un'omissione colposa circa la completezza delle informazioni<sup>94</sup>.

Diversa è la posizione giuridica dell'oblato: egli si trova ad aver ricevuto una proposta contrattuale avente ad oggetto l'acquisto di titoli di sua proprietà. I diritti dell'azionista, in quanto destinatario diretto dell'offerta, si traducono nel soddisfacimento degli obblighi che l'ordinamento impone al proponente (adeguato e non falso flusso informativo); pertanto il suo interesse trova compimento nel comportamento obbligatorio dell'offerente, identificando la posizione giuridica dell'azionista in termini di diritto soggettivo<sup>95</sup>.

In conclusione, mentre il risarcimento del danno da lesione dell'interesse del mercato trova giustificazione in un illecito extracontrattuale, nel caso dell'azionista si tratta di inadempimento di un'obbligazione e quindi del diritto, che l'ordinamento gli riconosce, alla “*conservazione dell'integrità patrimoniale*” (ex art. 2394 c.c.)<sup>96</sup>.

---

<sup>92</sup>Ai sensi di tale articolo: “*l'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso*”.

<sup>93</sup> In quanto autorità a cui viene demandata l'approvazione del prospetto.

<sup>94</sup> Cfr. M. DE POLI in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. CAPRIGLIONE, cit., pagg. 902 e ss.; per approfondire la disciplina sul prospetto si rimanda al capitolo corrispondente.

<sup>95</sup> Attraverso il diritto soggettivo l'ordinamento accorda all'interesse di cui il titolare è portatore una tutela immediata e diretta che si specifica nell'attribuzione di un insieme di poteri. Cfr. L. NIVARRA - V. RICCIUTO – C. SCOGNAMIGLIO, *Istituzioni di diritto privato*, GIAPPICHELLI, Torino, 2004, pag. 55.

<sup>96</sup> Il diritto all'informazione con le responsabilità in capo agli operatori sono tratte da A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società, le offerte pubbliche in Italia e negli Usa*, GIUFFRÈ, Milano, 2007, pagg. 98 e ss.

### **1.3.1 (Segue): AZIONISTI DI MINORANZA E IL *PRESSURE TO TENDER***

In occasione di un'offerta pubblica, i soggetti ritenuti più deboli sono proprio gli azionisti di minoranza. Tale debolezza è dovuta ad un "sintomo" che questi ultimi molto spesso si trovano ad affrontare, il c.d. *pressure to tender* o "coazione a vendere": con esso s'intende quella particolare condizione psicologica che induce i piccoli azionisti ad aderire all'offerta (pur non essendone propensi), spinti dal timore che, in caso di successo, il valore di mercato delle azioni post-OPA (in genere quella residuale) si riduca fortemente come risultato del nuovo apparato di controllo e della minore liquidità.

Gli oblati che possono avvertire la *pressure to tender* sono gli azionisti c.d. marginali, vale a dire coloro che vivono nella consapevolezza che il successo o meno dell'operazione non dipenda dalla loro adesione<sup>97</sup>, e riguarda quegli investitori che ovviamente ritengono l'offerta non conveniente. Nel contesto sopra descritto, tale azionista si troverà ad accettare la proposta nella speranza che gli altri facciano diversamente; è difficile, quindi, in tale bacino di interessi arrivare ad un *ottimo paretiano*<sup>98</sup>.

Appare chiaro che le fondamenta del fenomeno risiedono nell'incertezza del comportamento degli altri oblati; se all'inizio l'azionista di minoranza ritiene conveniente mantenere in suo possesso i titoli, un prezzo d'offerta superiore al valore atteso post-OPA spingeranno il soggetto in questione ad aderirvi, a causa dell'incertezza di cui sopra ma anche del possibile successo dell'operazione.

Il lancio di offerte pubbliche coercitive, finalizzate quindi al *freeze out* degli azionisti di minoranza rappresentano un problema di non così poco conto, giacché in grado di generare distorsioni, riproducendo una modalità di estrazione dei benefici privati del controllo.

---

<sup>97</sup> Ciò è dovuto all'impossibilità di coordinarsi con altri azionisti, i cui costi (noti appunto come costi di coordinamento) sono valutati superiori ai benefici.

<sup>98</sup> Essa è una definizione molto diffusa in economia con la quale s'intende un'allocazione delle risorse tale per cui non è possibile migliorare la condizione di un soggetto senza peggiorare quella di un altro.

Ed è proprio dai benefici privati che dipende il valore del controllo: il valore del diritto di voto e quindi del controllo è rappresentato dal differenziale di prezzo tra azioni ordinarie e quelle di risparmio (c.d. *voting premium*<sup>99</sup>)<sup>100</sup>.

Qualora infatti il prezzo di mercato di una società dovesse corrispondere al valore di un'azione non idonea all'esercizio del controllo, vorrà dire che l'assenza di *voting premium* è giustificata dalla presenza di un beneficio privato del controllante a svantaggio degli azionisti di minoranza<sup>101</sup>.

Avallando un famoso proverbio latino: “*Verba movent, exempla trahunt*”, potrebbe essere utile un esempio:

Caio, azionista marginale e non favorevole all'offerta, si trova a dover valutare la sua convenienza economica all'adesione pur ritenendo che il cambio di controllo non sia positivo per la società. Le condizioni dell'offerta sono le seguenti:

- Il prezzo di mercato dell'azione pre - OPA è 100;
- Il prezzo offerto dal proponente è 110;
- Caio stima un valore del titolo in caso d'insuccesso dell'offerta pari a 120;
- Il prezzo post-OPA stimato è 90.

La scelta di Caio dipenderà, oltre che dai dati appena elencati, anche dalla presenza di eventuali condizioni che possono caratterizzare l'offerta; pertanto diverso sarà il comportamento in caso di OPA condizionata o incondizionata<sup>102</sup>.

#### ❖ OPA CONDIZIONATA

La strategia dominante per Caio è ovviamente quella di accogliere l'offerta: egli, infatti, accettando riceve 110 a fronte sì di 120 in caso d'insuccesso, ma di 90 nel caso di successo; mentre nel primo caso perderebbe solo 10, nel secondo vedrebbe decurtato il valore del titolo di ben 30.

---

<sup>99</sup> questo riflette la bontà delle regole sulla *corporate* societaria e sui conflitti d'interesse tra gli azionisti di controllo e quelli di minoranza.

<sup>100</sup> Per comprendere l'impatto della regolamentazione delle società quotate sull'andamento dei benefici privati del controllo si rimanda a N. LINCiano, Consob, Quaderno di finanza n. 53, *Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione*, dicembre 2002.

<sup>101</sup> Abbiamo già visto che questa situazione rappresenta una forma di beneficio privato del controllo nota come *tunneling*.

<sup>102</sup> L'OPA è condizionata quando la sua efficacia è subordinata al raggiungimento di una certa partecipazione nella società target; mentre è incondizionata se l'offerta ha successo indipendentemente dal capitale raccolto dall'offerente.

Un forte incentivo è rappresentato anche dal fatto che il prezzo che gli è stato offerto è superiore a quello di mercato antecedente l'OPA<sup>103</sup>; inoltre, essendo l'offerta condizionata, in caso di mancato raggiungimento della soglia, quest'ultima (e quindi l'accettazione da parte dell'oblato) decadrebbe automaticamente consentendo l'ottenimento di 120.

#### ❖ OPA INCONDIZIONATA

Se nel primo caso si poteva identificare una strategia migliore in quanto, qualunque fosse la probabilità di successo dell'OPA, all'azionista conveniva aderirvi, lo stesso non può dirsi nel caso di Opa incondizionata. In tale contesto, la scelta è fortemente legata alla probabilità di successo dell'offerta, la quale sarà frutto di una stima soggettiva da parte di Caio ed in quanto tale influenzata da tanti fattori (fra tutti, l'affidabilità della stima). Tuttavia, un osservatore attento potrebbe obiettare dicendo che, essendo l'offerta incondizionata, questa sicuramente avrà successo, qualunque sia la percentuale di capitale che l'offerente sia riuscito a raccogliere; in realtà un'offerta che "sulla carta" è incondizionata, difatti non lo è, poiché qualunque proponente s'impone degli obiettivi da raggiungere che quindi in qualche modo ne condizionano il successo. Senza poi contare che, tra le tante variabili delle quali tener presente, c'è anche la probabilità che gli altri accettino o meno l'offerta.

L'esempio ci ha consentito di comprendere come il *pressure to tender* sia un fenomeno molto forte, in grado di spingere un soggetto ad andare contro la sua volontà e quindi sottostare al volere dei più forti, rischiando di diventare (estremizzando) una "marionetta" mossa dall'offerente.

Pertanto le ragioni che alimentano la *pressure to tender* sono:

- L'asimmetria informativa tra oblati e offerente, che condiziona l'efficacia delle stime con riferimento al valore del titolo post-OPA;
- L'incertezza nel comportamento degli altri azionisti, rispetto al quale dipende il successo dell'operazione (c.d. problemi di azione collettiva).

Ovviamente il legislatore non poteva trascurare tale manifestazione, che richiede un intervento significativo di salvaguardia dell'investitore.

---

<sup>103</sup> E ovviamente questo è uno degli elementi caratterizzanti l'offerta pubblica di acquisto; qualora, infatti, il prezzo offerto sia pari o addirittura inferiore a quello di mercato, non esisterebbe ragione per cui un soggetto dovrebbe accettare la proposta, potendo guadagnare di più effettuando una normale transazione di mercato.

La prima causa può essere superata prevedendo un prospetto che presenti un contenuto informativo maggiore per il mercato, ad esempio inserendo, come proposto dalla Consob, una valutazione fatta da amministratori indipendenti.

Questa proposta, che la Commissione ha avuto modo di presentare in sede di consultazione, ha trovato posto nel Regolamento Emittenti all'art. 39-bis, secondo il quale: *“Prima dell’approvazione del comunicato dell’emittente, gli amministratori indipendenti che non siano parti correlate dell’offerente, ove presenti, redigono un parere motivato contenente le valutazioni sull’offerta e sulla congruità del corrispettivo, potendosi avvalere, a spese dell’emittente, dell’ausilio di un esperto indipendente dagli stessi individuato”*.

L’ostacolo maggiore alla realizzazione della “coazione a vendere”, ossia il problema di azione collettiva, è stato oggetto di analisi d’impatto ad opera della Consob<sup>104</sup>, che ha studiato quali siano i possibili vantaggi che un ricorso alla tecnica di riapertura dei termini di offerta (c.d. secondo *round*) può apportare in termini di riduzione del fenomeno.

Senza soffermarsi sullo studio, ma esaminandone i risultati, si nota che anche in questo caso gli effetti saranno diversi tra Opa condizionata ed incondizionata:

- Se l’offerta è condizionata, il secondo *round* ridurrebbe il fenomeno sopra descritto, inducendo il piccolo azionista a non aderirvi qualora contrario; infatti, nella circostanza a lui sfavorevole (l’offerta ha successo ma non ha aderito) può accettare la proposta dell’offerente successivamente.
- Se l’offerta è incondizionata, la riapertura dei termini spinge l’azionista a scegliere semplicemente confrontando il prezzo offerto con la stima (soggettiva) del possibile valore della società. Inoltre, in tal caso, il problema dell’azione collettiva potrebbe rimanere inalterato, in quanto anche gli altri azionisti potrebbero decidere di attendere il secondo *round* prima di aderirvi, ed in questo modo verrebbe meno l’intera architettura<sup>105</sup>.

Personalmente ritengo che consentire una riapertura “senza riserve” dei termini di offerta<sup>106</sup> potrebbe generare un problema di *moral hazard*, in quanto il piccolo azionista opterebbe a prescindere per la non adesione, avendo in ogni caso la possibilità di usufruire

---

<sup>104</sup> Tale studio è visionabile nell’ allegato n. 4, consultazione emittenti, del 6/10/2010, *Analisi di impatto delle previsioni regolamentari volti a correggere gli effetti della “pressure to tender”*, pagg. 6 e ss.

<sup>105</sup> Si verificherebbe una traslazione del problema nel secondo *round*.

<sup>106</sup> Non a caso, infatti, come vedremo fra breve, sono previste determinate fattispecie di applicabilità e dei casi di non applicabilità.

della proposta (pertanto del maggior prezzo rispetto a quello di mercato<sup>107</sup>) successivamente. Se da un lato questo è sicuramente identificabile come un comportamento elusivo, è pur vero che il “soggetto ipotetico” in questione prima di essere un azionista marginale è un investitore, pertanto egli è entrato consapevolmente in un meccanismo (il mercato) che di per sé è rischioso, ed è giusto che in qualche modo sottostia “alle regole del gioco”.

Superando questa critica (molto personale) nei confronti di una tutela che per alcuni potrebbe essere definita fin troppo paternalistica a favore dei piccoli azionisti<sup>108</sup>, la soluzione al problema del *pressure to tender* è rappresentata non solo dalla riapertura (a determinate condizioni) dei termini di offerta, ma anche dalla previsione dell’Opa obbligatoria.

Per quanto concerne la prima, ad oggi la riapertura dei termini di offerta è disciplinata dall’art. 40-*bis* del Regolamento Emittenti: ai sensi di tale disposizione “*entro il giorno successivo alla data di pagamento, i termini delle offerte aventi ad oggetto titoli promosse dai soggetti indicati nell’articolo 39-bis, comma 1, lettera a)* <sup>109</sup>, sono riaperti per cinque giorni”.

Tale facoltà è esercitabile “*qualora l’offerente, (...), comunichi:*

*a) per le offerte la cui efficacia è condizionata all’acquisizione di una percentuale determinata del capitale sociale dell’emittente, il verificarsi della condizione ovvero la rinuncia alla stessa;*

*b) per le offerte diverse da quelle di cui alla lettera a):*

*1) di aver raggiunto una partecipazione superiore alla metà ovvero, qualora la partecipazione iniziale dell’offerente sia superiore alla metà e*

---

<sup>107</sup> E quindi quello che si guadagnerebbe se si vendesse il titolo in una normale transazione di Borsa.

<sup>108</sup> in quanto si prefigge come obiettivo una tutela completa e senza l’esposizione ad un minimo di rischio per il piccolo risparmiatore che investe nei mercati; ed è quindi diverso da colui che deposita i propri risparmi in un conto corrente accontentandosi di una percentuale di interessi irrisoria.

<sup>109</sup> vale a dire:

*1) soggetti che detengono una partecipazione superiore alla soglia prevista dall’articolo 106, comma 1, del Testo unico; ossia la soglia del 30%, al verificarsi della quale scatta l’obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria.*

*2) aderenti a un patto parasociale che detengono una partecipazione complessiva superiore alla soglia indicata al numero 1);*

*3) amministratori o consiglieri di gestione o di sorveglianza dell’emittente;*

*4) persone che agiscono di concerto con i soggetti indicati ai precedenti numeri 1, 2 e 3.*

*inferiore ai due terzi, ai due terzi del capitale sociale rappresentato da titoli; ovvero*

*2) di avere acquistato almeno la metà dei titoli di ciascuna categoria oggetto dell'offerta<sup>110</sup>.*

Sono stati previsti anche dei casi di inapplicabilità del secondo *round* poiché ritenuti non idonei al corretto svolgimento dell'offerta; cito, fra tutte, le Opa aventi ad oggetto titoli di società cooperative e quelle in presenza di concorrenti<sup>111</sup>, che sono le due fattispecie aggiunte a seguito dell'ultima modifica del Regolamento.

Anche l'*esegesi* dell'obbligo di lanciare l'offerta al superamento di una determinata soglia, incluse tutte le varie fattispecie che nel complesso identificano tale categoria, va ricercato nella tutela dei piccoli azionisti, i quali possono decidere di uscire dalla società nel momento in cui non vogliono partecipare (seppure in maniera minoritaria ed ininfluenza<sup>112</sup>) al nuovo assetto di comando.

---

<sup>110</sup> Mentre nel caso di offerte aventi ad oggetto quote di fondi comuni d'investimento chiusi promosse dai medesimi soggetti, deve comunicare di aver acquistato almeno la metà delle quote, se l'offerta è incondizionata. Per approfondire si rimanda al medesimo articolo.

<sup>111</sup> Per comprendere le ragioni che hanno indotto la Consob ad aggiungere queste due fattispecie si rimanda agli esiti della seconda consultazione emittenti del 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*, del 5 aprile 2011.

È opportuno, però, per completezza ricordare quali siano gli altri casi di inapplicabilità (art. 40-bis, comma 3, Regolamento):

*a) qualora l'offerente, almeno cinque giorni prima della fine del periodo di adesione, renda noto al mercato il verificarsi delle circostanze indicate ai commi 1 e 2, lettere a) o b) (ossia le circostanze nelle quali è consentita l'applicabilità);*

*b) qualora, nelle offerte aventi ad oggetto titoli, l'offerente, al termine del periodo di adesione, venga a detenere la partecipazione di cui all'articolo 108, comma 1, ovvero quella di cui all'articolo 108, comma 2, del Testo unico (rispettivamente almeno pari a 95% e superiore al 90%) e, nel secondo caso, abbia dichiarato l'intenzione di non ripristinare un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni;*

*c) alle offerte aventi ad oggetto titoli promosse ai sensi dell'articolo 107 del Testo unico (OPA preventiva);*

*d) alle offerte previste dai commi 1 e 2, diverse da quelle promosse ai sensi dell'articolo 106, commi 1 e 3, del Testo unico (OPA totalitaria), purché:*

*1) l'offerente abbia condizionato irrinunciabilmente l'efficacia dell'offerta all'approvazione da parte di coloro che detengono la maggioranza dei titoli o di quote del fondo che sono portati in adesione all'offerta, senza tener conto delle approvazioni da parte di coloro che agiscono di concerto con l'offerente; e*

*2) l'offerta riceva l'approvazione prevista nel numero 1, formulata su apposita sezione della scheda di adesione. L'adesione all'offerta equivale a dichiarazione di approvazione se non accompagnata da una contraria manifestazione espressa di volontà. L'approvazione è irrevocabile;*

*e) nel caso di offerte aventi ad oggetto titoli emessi da società cooperative;*

*f) in presenza di offerte concorrenti.*

<sup>112</sup> Ma che ovviamente incide sul loro patrimonio poiché influenza il valore della partecipazione posseduta.

L'Opa obbligatoria viene introdotta anche per rendere sconveniente un trasferimento concordato del controllo; tale operazione rappresenterebbe un forte pregiudizio per gli azionisti di minoranza qualora si dovesse verificare un passaggio di “consegne” tra un controllante incapace ad un altro che non sia in grado di creare valore per la società<sup>113</sup>. Pertanto, l'obbligo di lanciare l'Opa consente agli azionisti che non credono nel nuovo organo di potere, di avere una “via d'uscita” seguendo le condizioni previste dal legislatore.

A questo si affianca il rispetto di determinate condizioni di prezzo, di quantità e di *agere*, a cui è subordinata l'efficacia dell'offerta.

Oltre al *pressure to tender* esiste un altro fenomeno che influenza i comportamenti degli oblati, vale a dire il *free riding*.

### **1.3.2 (Segue): IL *FREE RIDING* DEGLI OBLATI**

Si può verificare un fenomeno opposto a quello della “coazione a vendere” che è appunto il *free riding*<sup>114</sup>. Finora ci siamo soffermati sulla circostanza in cui il nuovo controllante non apporti miglioramenti, nella percezione degli oblati, al *management* della società *target*; nella realtà, potrebbe accadere che la sostituzione del potere di comando induca cambiamenti significativi (in termini di efficacia ed efficienza) all'attività gestoria, ad esempio grazie alle “utilità”<sup>115</sup> che possono scaturire a seguito dell'integrazione fra le società (*target* e dell'offerente), portando un incremento significativo al valore dei titoli in caso di successo dell'offerta.

Tale situazione sarà un incentivo alla non adesione da parte degli oblati, ognuno dei quali, volendo usufruire di questo aumento di valore del proprio portafoglio che si realizzerà *post-offerta*, sarà incentivato ad attendere che l'offerta si concluda in modo da poter eventualmente vendere la propria partecipazione al mercato ad un prezzo rivalutato grazie

---

<sup>113</sup> L'operazione avrebbe luogo in quanto il nuovo controllante prevede di poter godere di elevati benefici privati che siano in grado di compensare lo scarso valore che la società (e quindi i titoli) avrebbe sotto la sua gestione.

<sup>114</sup> In economia s'intende un comportamento egoistico di chi beneficia gratuitamente dei beni pubblici, Cfr. <http://www.sapere.it/enciclopedia/free+riding.html>. Nel nostro caso estendiamo il bene pubblico al coordinamento degli “altri” azionisti.

<sup>115</sup> Già viste nel paragrafo 1.2.

al sopraggiungere di un nuovo *management*. Tuttavia, allo stesso tempo, se tutti ragionassero così, l'offerta non avrebbe luogo e pertanto non si verificherebbe tale incremento, in una sorta di "gatto che si morde la coda".

Una soluzione potrebbe essere il coordinamento tra i vari azionisti, i quali, previo accordo, si vincolerebbero ad aderire vendendo al proponente solo una parte dei titoli in loro possesso, percentuale che, unita a quella degli altri, consentirebbe il raggiungimento della soglia idonea per la buona riuscita dell'offerta. Purtroppo il problema risiede proprio nell'accordo, in quanto la difficoltà di realizzazione di quest'ultimo è dovuta all'opportunità in capo ad ogni azionista di fare *free riding* sull'eventuale coordinamento degli altri, in modo da poter massimizzare il proprio guadagno non dovendo rinunciare a nessun titolo che già possiede in portafoglio; in questo modo, visto il maggior valore del titolo previsto in caso di successo, potrebbe successivamente vendere i titoli sul mercato.

L'offerente però potrebbe incentivare l'adesione offrendo un prezzo che incorpori tale maggior valore, ma ciò non è possibile, poiché in questo modo verrebbe meno l'obiettivo che induce il lancio dell'offerta, che è proprio quello di poter lucrare sulle sinergie che scaturiscono dall'acquisizione.

In conclusione, entrambi i fenomeni operano contro la riuscita dell'offerta e generano distorsioni a svantaggio dell'efficienza del *market for corporate control*. Pertanto, l'adozione di misure atte alla tutela degli azionisti di minoranza per eliminare la "coazione a vendere" deve tener conto dell'eventuale presenza di *free rider*.

Tuttavia, come evidenziato dalla Consob in sede di consultazione in materia, la manifestazione del *free riding* è poco plausibile in caso di Opa in cui l'offerente è soggetto *insider* rispetto alla società obiettivo; questi tipi di offerte sono in genere rivolte al *delisting*, non potendo quindi essere "terra fertile" per l'attuazione di comportamenti opportunistici. In tali circostanze il ricorso al secondo *round* come strategia per eliminare la *pressure to tender* risulta essere pertanto efficace. Ed è proprio con l'art. 40-bis che la Consob<sup>116</sup> ha trovato in quelle modalità la giusta risoluzione alla questione sopra esposta.

Il problema maggiore nasce invece per le offerte c.d. esterne, le quali alimentano entrambi i fenomeni che, come abbiamo già avuto modo di verificare, qualora combinati, potrebbero indurre il fallimento di un'offerta potenzialmente vantaggiosa per la società stessa ma

---

<sup>116</sup> Dopo studi e sentito il mercato (tramite la nota tecnica della consultazione).

anche per il mercato<sup>117</sup>. Anche a queste si è cercato di porre rimedio con l'attuale formulazione degli artt. 39-*bis* e 40-*bis* del Regolamento, ai quali si rinvia.

---

<sup>117</sup> La tutela degli azionisti, dal *pressure to tender* al *free riding* sono stati tratti da L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori, la disciplina dell'Opa obbligatoria*, cit., pag. 15 e ss; CONSOB, consultazione emittenti del 6 ottobre 2010, allegato n. 4, *Analisi d'impatto delle previsioni regolamentari volte a correggere gli effetti della "pressure to tender"*; anche l'esempio e gli studi sono tratti da quest'ultimo.

## CAPITOLO SECONDO

### LE OPA “OSTILI”

Finora abbiamo definito cosa sono le offerte pubbliche di acquisto, cercando di comprendere quali siano le disposizioni che ad esse si applicano, nonché le ragioni che hanno indotto il legislatore a disegnare una disciplina *ad hoc*. Si è cercato di “ricostruire” l’architettura che ne è alla base, ma anche quali siano gli interessi economici sottostanti che spingono un soggetto a lanciare un’offerta.

Ciò premesso, c’è da dire che le OPA sono soggette ad un’ulteriore distinzione, che le considera da un punto di vista diverso rispetto a quello che in genere porta all’identificazione delle varie fattispecie normative: in un’ottica sicuramente “più economica”<sup>118</sup> piuttosto che di salvaguardia delle minoranze. È ciò che si verifica in materia di OPA OSTILE oppure OPA AMICHEVOLE.

La differenza sta nella volontà della società *target* di essere acquisita o meno dalla società offerente, o in altri termini, di ricevere/subire un cambiamento nell’assetto di comando e, *mutatis mutandis*, dell’organo di gestione.

Pertanto l’Opa sarà OSTILE (*hostile takeover*) quando gli azionisti e il *management* della società *target* sono contrari all’acquisizione (in realtà l’offerta è ostile anche quando sono solo gli amministratori ad opporsi); viceversa, sarà AMICHEVOLE, quando l’operazione viene fatta consensualmente e addirittura con una forte collaborazione tra gli interessati<sup>119</sup>.

Ciò nonostante, le offerte pubbliche di acquisto, che siano amichevoli od ostili, hanno delle conseguenze rilevanti: possono tanto creare valore quanto distruggerlo<sup>120</sup>. Inoltre, non si può *a priori* affermare che un’offerta, solo perché affiancata all’aggettivo “dispregiativo” *ostile*, non possa essere in grado di generare valore o comunque risultare un’operazione

---

<sup>118</sup> Più avanti ne saranno più chiare le ragioni.

<sup>119</sup> L’esistenza di Opa amichevoli risiede proprio in alcune delle ragioni esposte nel capitolo precedente, le quali identificano i numerosi casi in cui le acquisizioni apportino benefici (in termini di sinergie, economie di scala, etc.) alle società stesse e all’economia tutta.

<sup>120</sup> Nel prosieguo della trattazione avremo modo anche di analizzare i metodi che vengono utilizzati per valutare la convenienza economica *pre* e *post* – OPA.

positiva. Purtroppo bisognerà attendere la sua conclusione prima di poterne comprendere appieno i risvolti<sup>121</sup>.

A seconda del tipo di offerta, quindi, vengono alla luce diversi interessi, dai quali possono scaturire molteplici conflitti<sup>122</sup>.

L'ordinamento ha cercato di trovare il giusto compromesso tra gli interessi degli oblati e la salvaguardia dalla presenza di conflitti, i quali possono minare l'efficienza non solo dell'operazione ma anche del mercato del controllo societario.

Ovviamente per fare questo, è necessaria l'individuazione:

- i. delle ragioni che inducono gli azionisti e/o gli amministratori ad opporsi all'acquisizione; e
- ii. il valore che gli organi di controllo e di gestione attribuiscono alla vita societaria, andando in questo modo a giustificare l'importanza, e spesso la necessità, di un ricambio della *governance*.

---

<sup>121</sup> Cfr. L. ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle Opa nell'Unione Europea*, in *Rivista delle Società*, fasc. 4, 2010, pag. 657.

<sup>122</sup> Un riferimento particolare riguarda gli amministratori, in quanto il *top management* è spesso costretto ad abbandonare la sua posizione a seguito di un ricambio di potere.

## 2.1 LE MOTIVAZIONI DELL'OSTILITÀ

Cogliere le ragioni che inducono una società (nella persona degli organi che la controllano e gestiscono) ad opporsi ad un'acquisizione (o scalata), e quindi gli atti possibili che lo stesso ordinamento riconosce a difesa, è importante per la comprensione di quali siano le strategie e gli interessi economici sottostanti.

Nondimeno, strettamente correlato a tale aspetto, c'è l'importanza, ma anche il diverso ruolo, che gli organi societari svolgono all'interno della *corporate*, che spesso ha portato a domandarsi chi sia il vero "capo" della società: se questo è identificabile nel proprietario (vale a dire l'azionista rilevante) o negli amministratori (a seguito del loro forte potere decisionale).

Sicuramente esiste una "fratellanza siamese" tra proprietà e gestione, non a caso il CdA viene eletto dall'assemblea degli soci, ma, una volta composto, le strategie aziendali sono interamente demandate ad esso, senza che l'azionista abbia più voce in capitolo (fatte salve le ipotesi più drastiche di revoca dell'incarico).

Le questioni afferenti alla separazione tra *proprietà* e *gestione* e, più genericamente, alle teorie di agenzia<sup>123</sup>, sono argomenti dibattuti da molto tempo in dottrina; non mi soffermerò su tale tematica, ma era giusto comunque richiamarle, perché vanno a rappresentare una delle ragioni che ha indotto il legislatore ad introdurre la *passivity rule*, come primo meccanismo di difesa da scalate ostili.

Arriviamo finalmente a comprendere quali possano essere le ragioni che inducono una società a respingere un'Opa.

---

<sup>123</sup> Per rapporto di agenzia s'intende una relazione contrattuale tra un soggetto (*principal*) che delega ad un'altro soggetto (*agent*) l'utilizzo di alcune risorse o lo svolgimento di attività. Il classico caso di scuola di un rapporto *principal-agent* è proprio quello tra azionista e amministratore. La presenza di conflitti d'interessi tra queste due categorie genera i costi di agenzia che saranno tanto maggiori quanto maggiore è la separazione tra proprietà e controllo; pertanto, più l'azionariato è diffuso, più la separazione è alta, maggiori saranno i problemi di agenzia. Tra i costi di agenzia s'identificano:

- Costi di controllo, ossia le spese che il *principal* deve sostenere per monitorare l'*agent*;
- Costi di riassicurazione, ossia quelli che l'*agent* sostiene per convincere il *principal* a rinominarlo vista la bontà del suo lavoro; e
- Costi residuali, quelli che non rientrano nelle precedenti categorie e che possono derivare da altri tipi di conflitti d'interesse.

Cfr. <http://www.altalex.com/index.php?idnot=46412>.

Leggendo i numerosi casi di offerte pubbliche di acquisto ostili, è possibile identificare tre motivazioni che in genere spingono una società (che siano gli azionisti e gli amministratori, o solo questi ultimi) ad opporsi ad un'acquisizione:

### 1. RILUTTANZA DEI CONFRONTI DEL NUOVO CONTROLLANTE

Può capitare che l'acquirente non sia gradito alla società *target*: questo accade, ad esempio, quando un diretto concorrente, approfittando di una errata valutazione della società da parte del mercato, l'acquiesce offrendo un prezzo che sembra includere un adeguato premio, ma che in concreto, è solo la rappresentazione del reale valore della società, o addirittura più basso.

L'offerente, in questo modo, si trova non solo ad acquisire una società tramite un'Opa senza pagare di più rispetto a quanto effettivamente questa valga, ma allo stesso tempo ottiene lo scopo di eliminare dal mercato una società che magari era nel suo "mirino" da tanto tempo.

Ecco che la società obiettivo si opporrà a tale acquisizione, nella speranza che, come qualche volta è accaduto, il prezzo ritorni al suo "vero valore"<sup>124</sup>, superando anche quello offerto.

Un'Opa che presenta queste caratteristiche<sup>125</sup> è quella lanciata in data 17 febbraio 2014 dalla società *Oceano Immobiliare* (appartenente al gruppo *Blackstone*<sup>126</sup>) sulle quote del fondo comune d'investimento immobiliare *Atlantic 1*<sup>127</sup> (gruppo *IdeA Fimit*). L'offerta ha per oggetto 513.305 quote ad un prezzo di 303 euro per quota, che però include i proventi e i rimborsi parziali pro quota (5,5 + 1,95), quindi il prezzo netto finale sarà 295,55 euro. Il

---

<sup>124</sup> Un titolo presenta un prezzo rappresentativo del reale valore della società quando rispecchia i suoi fondamentali. Esistono numerosi modi per valutare il valore di un'azione ordinaria; tuttavia, la teoria economica, ritiene che il migliore sia il modello del *Price/Earnings*: che si basa sui dividendi. Inoltre, ad influenzare e determinare il prezzo di un titolo, è lo stesso mercato: il prezzo sarà fissato dal compratore che è disposto a pagare di più e che può trarre il migliore vantaggio dall'attività di vendita (si capisce che quindi il prezzo può tranquillamente non rispecchiare il vero valore della società), ma anche (e direi soprattutto) dal flusso informativo che arriva al mercato e che ne condiziona fortemente l'andamento. Per meglio comprendere i modelli di valutazione e le modalità di determinazione dei prezzi si rimanda a F. S. MISHKIN – S. G. EAKINS – G. FORESTIERI, *Istituzioni e mercati finanziari*, PEARSON, 2007, cap. 11.

<sup>125</sup> Non tanto per l'ostilità nei confronti dell'acquirente, quanto per il prezzo offerto.

<sup>126</sup> Società finanziaria statunitense specializzata in *private equity*, investimenti immobiliari, *hedge funds*, fusioni e acquisizioni.

<sup>127</sup> Fondo chiuso costituito sulla base di immobili provenienti da patrimoni di ENI, Telecom Italia e GS Carrefour.

prezzo incorpora un premio del 20% rispetto all'ultima quotazione di Borsa prima dell'offerta, e comunque è superiore al più alto prezzo raggiunto negli ultimi 12 mesi (278,53 euro). Tuttavia, *IdeA Fimit* (nella persona del suo gestore) non gradisce l'offerta, perché risulta essere a sconto del 42% rispetto al NAV<sup>128</sup> del 31 dicembre 2013.

Si tenga presente, che la semplice comunicazione al mercato dell'Opa, ha portato un incremento del prezzo che ha raggiunto il valore di 297 euro per quota (superiore al prezzo offerto); ciò è frutto di un innalzamento significativo del volume di scambi (+ 17%).

*Oceano Immobiliare* si è trovata costretta, proprio a causa dell'ostilità, ad aumentare il prezzo offerto, che in data 10 aprile è salito a 335 euro per quota, ed a prolungare di circa 6 giorni il periodo di offerta. Finora è riuscita ad acquistare l'11,5% del fondo, con un'adesione all'offerta pari al 19%<sup>129</sup>.

Tale operazione, ad oggi non ancora conclusa, è un esempio lampante di come si possa approfittare di una sotto-valutazione del mercato per acquisire una società, ma che l'opposizione può anche essere un modo per spingere l'offerente ad incrementare il prezzo offerto.

Il caso appena presentato ci permette di arrivare anche ad un'ulteriore conclusione: in un'Opa ostile, quando i vertici della società *target* si oppongono, l'offerente si rivolge direttamente al mercato, cercando di trovare da quest'ultimo un'approvazione, attraverso delle proposte allettanti per gli investitori.

## 2. SALVAGUARDIA DELLA NAZIONALITÀ

La vicenda *Oceano Immobiliare - Atlantic 1* mostra un'altra tendenza in tema di Opa, che riguarda l'interesse delle società straniere nei confronti di quelle nostrane.

---

<sup>128</sup> Il *Net Asset Value* (NAV) di un fondo comune d'investimento rappresenta il valore complessivo del patrimonio netto (Attività – Passività) del fondo. Cfr. [http://www.financialounge.com/IT/tooltips/calcolo\\_del\\_nav.aspx](http://www.financialounge.com/IT/tooltips/calcolo_del_nav.aspx).

<sup>129</sup> Dati e informazioni sulla vicenda sono tratti dai seguenti articoli di stampa digitali:

- <http://www.ilghirlandaio.com/retail-e-commercial/99643/opa-ostile-di-blackstone-su-atlantic-1-il-gestore-del-fondo-idea-fimit-non-gradisce/>;
- <http://it.reuters.com/article/itEuroRpt/idITL6N0N21YK20140410>;
- [http://www.milanofinanza.it/news/dettaglio\\_news.asp?id=201402171014396465&chkAgenzie=TMFI](http://www.milanofinanza.it/news/dettaglio_news.asp?id=201402171014396465&chkAgenzie=TMFI).

Esistono, difatti, dei casi in cui le offerte pubbliche di acquisto sono state lanciate da società straniere nei confronti di quelle italiane, e molto spesso, soprattutto quando si trattava di società statali, questo ha trovato un forte contrasto da parte del pubblico potere “in nome della nazionalità”.

I più eclatanti sono quelli riguardanti *Alitalia* e *Telecom*: con riferimento a questi, non sono pochi i soggetti che si sono schierati contro le offerte lanciate dagli investitori stranieri per acquisirle, ma come sempre, non mancano neanche coloro che vedono in tali proposte, soprattutto nel caso più recente che riguarda *Alitalia*, una fonte di sviluppo e di nuove opportunità.

- **TELECOM**: dai politici ai sindacalisti, dai *manager* agli azionisti, questa è sicuramente la vicenda che più di tutte ha visto affiancata la parola “italianità” quando Telefonica preparava la sua scalata. Le motivazioni esposte da tutti coloro che non erano favorevoli all’operazione sono: “la rete telefonica è strategica per la sicurezza nazionale”; “l’operazione nuoce all’azienda e al sistema industriale italiano”, e così via<sup>130</sup>. È stato addirittura proposto il ricorso alla “*golden share*”<sup>131</sup> affinché lo Stato potesse intervenire sulla vicenda<sup>132</sup>.

---

<sup>130</sup>Tali motivazioni sono tratte da un articolo di F. DEBENEDETTI, del 26/09/2013, *Non sono favorevole all’operazione Telefonica, ma quanti argomenti sbagliati sulla vicenda*, pubblicato su [www.huffingtonpost.it](http://www.huffingtonpost.it). Per le spiegazioni si rimanda allo stesso articolo.

<sup>131</sup> Letteralmente “azione dorata”, è un istituto di origine britannica, in forza del quale, uno Stato, durante un processo di privatizzazione o vendita di parte del capitale si riserva dei poteri speciali, indipendentemente dalle azioni possedute. <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2009/03/gold-en-share-azioni-definizione.shtml?uuid=AByS22p>.

Più precisamente, la *golden share* era già prevista ai sensi della legge n. 474 del 1994, che prevedeva un maggiore intervento dello Stato in quanto azionista (o ex). Col d.l. n. 21 del 15 marzo 2012 (convertito con legge n. 56 dell’11 maggio 2012) tale potere trae origine dal settore di appartenenza della società, in particolare ad attività ritenute di rilevanza strategica (come difesa, sicurezza, energia, trasporti e telecomunicazioni); questo consente allo Stato di intervenire sia su aziende che non sono più pubbliche (perché privatizzate) ma anche su quelle che non lo sono mai state. Per correttezza d’informazione, con la nuova disposizione il termine *golden share* è stato sostituito da *golden power*. Cfr. <http://www.reteambiente.it/news/16658/golden-share-convertito-in-legge-il-dl-21-2012/>.

Tuttavia, sono in corso proposte di modifica sulle norme che identificano i settori rientranti nella *golden power*; tra questi non ci saranno gli impianti di comunicazione, portando quindi fuori dagli *asset* della difesa la rete Telecom Italia e rendendo inoltre più agevoli le scalate tra società europee. Concludo dicendo che tale revisione nasce dalla volontà del governo italiano di sottrarsi al “richiamo” della Corte di Giustizia europea, a seguito dell’adozione di norme anti-scalata, ritenute troppo restrittive rispetto alle leggi comunitarie; ciò accade perché nei rapporti singolo Stato e UE vige il divieto di *gold plating*, secondo il quale, uno Stato membro non può, in sede di recepimento delle direttive comunitarie, introdurre disposizione più gravose rispetto a quelle previste dall’Unione.

<sup>132</sup> Ho già avuto modo di evidenziare che l’operazione non ebbe luogo proprio perché Telefonica non raggiungeva il 30% del capitale di Telecom.

- ALITALIA: anche sull'ex compagnia di bandiera, in tempi non sospetti, si è molto dibattuto circa l'importanza che questa rimanesse italiana<sup>133</sup>. Ciò nonostante, Alitalia si dimostra favorevole all'entrata di una società straniera, non a caso ha modificato lo statuto<sup>134</sup> per aprire la strada all'ingresso di *Etihad Airways* (compagnia aerea di bandiera degli Emirati Arabi Uniti).

In verità, a creare un forte muro alle acquisizioni estere, sono di frequente i sindacati: il loro timore è che l'investitore straniero, qualora l'offerta dovesse avere successo, delocalizzi la società, riducendo (o nel peggiore dei casi chiudendo) gli stabilimenti nel nostro Paese, portando ad una riduzione significativa dell'occupazione.

A dispetto di quanto appena detto, non mancano coloro che ritengono positivo un passaggio di proprietà a società straniere, perché, ad esempio, potrebbe consentire una maggiore efficienza nella gestione.

Tra questi c'è anche l'attuale Presidente della Consob, Giuseppe Vegas, che con riguardo alle Opa promosse da società straniere su quelle italiane, ha avuto modo di esprimere il suo pensiero favorevole alle acquisizioni da parte di investitori stranieri, in quanto da queste possono scaturire benefici significativi; tuttavia, sottolinea il Presidente, occorre fare attenzione perché dietro queste operazioni potrebbero celarsi strategie pericolose, come lo sfruttamento di benefici privati, acquisizione di potere di mercato finalizzate alla creazione di posizioni dominanti o di *empire building*<sup>135</sup>.

Ecco che, come sempre, bisogna riflettere bene prima di precludere l'inserimento straniero solo per il rispetto della bandiera nazionale, perché questo può ridurre le opportunità di sviluppo del nostro Paese, ed inoltre non possiamo sostenere che ciò che è italiano funziona sempre.

---

<sup>133</sup> Ricordo che nel 2008, proprio per evitare che la società finisse tutta in mano ad Air France-Klm vennero convocati i c.d. "capitani coraggiosi" (Intesa Sanpaolo, Colaninno e Benetton), che entrarono quindi nell'azionariato.

<sup>134</sup> La modifica prevede l'obbligo di Opa per i soci sopra il 50%, comprese quelle detenute dai soci che agiscono di concerto; questo consentirebbe a *Etihad* di poter stringere alleanze ed avere quindi ampi margini di manovra. Per approfondimento si rimanda ai numerosi articoli di giornale.

<sup>135</sup> <http://archivio-radiocor.ilsole24ore.com/articolo-931806/consob-vegas-opa-straniere-ok-no/>.

### 3. CONFLITTO DEGLI AMMINISTRATORI

La ragione che per eccellenza giustifica un'acquisizione, ma che, proprio per questo, la rende ostile, è il cambio del *management* aziendale.

È ovvio che in questo caso, l'ostilità sia frutto del timore, avvertito dagli amministratori, di essere sostituiti dal nuovo controllante; paura che, in caso di successo dell'offerta, troverà assai presumibilmente riscontro nella realtà.

Questa relazione, quasi perfetta, tra cambio del controllo e *turnover* degli amministratori, raggiunge il suo punto di massimo proprio in Italia. Il Bel Paese, a differenza di altre realtà societarie estere, è caratterizzato da una forte concentrazione della proprietà nelle mani di un solo azionista (o di un piccolo gruppo di essi); si comprende facilmente che quest'ultimo(i), in quanto al vertice della società, nominerà il suo amministratore di fiducia<sup>136</sup>.

L'Opa, dunque, rappresenta uno dei tre modi che la finanza identifica come strumentali alla sostituzione del *management*:

- I. Una *proxy fight*, ossia una "battaglia delle deleghe", nella quale un gruppo di azionisti elegge un nuovo CdA, che a sua volta identifica un nuovo gruppo dirigente;
- II. Un'OPA, e quindi un'acquisizione di un'impresa da parte di un'altra;
- III. Un *leveraged buyout*<sup>137</sup>.

Ho voluto citare le modalità che consentono il *turnover* degli amministratori, proprio per evidenziare che tale atto non è assolutamente raro, anzi risulta essere abbastanza frequente, in quanto in esso si vede un'opportunità di sviluppo. L'offerta pubblica di acquisto è l'alternativa più comune alla *proxy fight*.

Ma quali sono le motivazioni che giustificano un ricambio del *management*?

La risposta a questa domanda da sola potrebbe essere argomento di approfondimento, ma voglio porre l'attenzione su questo aspetto, in quanto va a giustificare il ricorso ad una pratica "onerosa" come quella del lancio di un'offerta pubblica.

---

<sup>136</sup> Si pensi alla famiglia Agnelli, a capo dell'impero Fiat; oppure a Della Valle, Azionista di maggioranza di Hogan e Tod's.

<sup>137</sup> Cfr. AA.VV. *Principi di finanza aziendale*, cit., pag. 779.

Per un riscontro su tale tematica ai fini che ci riguardano, mi rifaccio ad uno studio condotto dalla Consob risalente al 2002, che attiene al legame tra la rotazione degli amministratori e la *performance* aziendale. La ricerca è consistita essenzialmente nel valutare come determinate variabili (ad esempio per citarne alcune, il rendimento dei titoli azionari, la variazione del ROE, il *Book-to-market equity*, etc.<sup>138</sup>), che nel complesso individuano i risultati aziendali, incidano sulla probabilità di uscita del CdA.

I risultati mostrano che, in Italia, la *performance* rappresenta una variabile rilevante per la sostituzione del *management*, e che quindi gli amministratori delegati, in quanto diretta emanazione degli azionisti di maggioranza, si troveranno ad essere sostituiti, soprattutto se l'Opa è lanciata per eliminare le inefficienze aziendali frutto di una cattiva gestione<sup>139</sup>.

Non deve stupire, pertanto, l'ostilità che gli amministratori possono mostrare nei confronti di un'Opa (e quindi il sorgere di un conflitto d'interessi), perché questa si traduce nella perdita della propria posizione (di notevole rilevanza) all'interno dell'organizzazione societaria.

Ed è questa quasi fisiologica presenza di un conflitto d'interesse a costituire l'*esegesi* della *passivity rule*: subordinare l'adozione di meccanismi di difesa alla volontà dell'assemblea, ha come scopo proprio quello di evitare che gli amministratori compiano atti idonei a scoraggiare un'offerta che gli stessi oblati trovino interessante.

Le tre motivazioni sopra esposte, che giustificano la presenza di un'Opa ostile, ovviamente non esauriscono tutte le ragioni che possono indurre una società ad opporsi ad un'acquisizione<sup>140</sup>, ma ho voluto in queste identificare le principali o perlomeno le più frequenti.

Andiamo ora nel cuore di un'Opa, ponendo l'attenzione sui modelli e i criteri che in genere vengono utilizzati per definire il reale successo dell'operazione. Non si può dire che un'offerta pubblica abbia buon esito solo se gli oblati accettino la proposta, difatti, anche

---

<sup>138</sup> Il ROE (*Return On Equity*) è il rapporto tra il reddito netto e il capitale proprio; il *Book-to-market equity* è il rapporto tra il valore contabile (c.d. di libro) e il valore di mercato dell'*equity*; questi sono alcuni degli indici utilizzati per valutare i risultati aziendali.

<sup>139</sup> Per approfondire lo studio si rimanda al Quaderno di finanza n. 51, Consob, *Il Consiglio di Amministrazione, la rotazione degli amministratori e la performance dell'impresa: l'esperienza italiana in una prospettiva comparata*, giugno 2002. Volevo far notare che, dalla ricerca, sono stati volutamente esclusi i casi di sostituzione del *management* a seguito di un *takeover*; a mio avviso leggendo tra le righe tale scelta, si può notare come si dia per scontato e naturale la sostituzione del *top management* a seguito di un'Opa. Ho voluto, però, adattare tale studio per l'analisi che ci riguarda.

<sup>140</sup> Le ragioni saranno tante quanti sono gli interessi che un soggetto può avere, e i benefici che può trarre dall'operazione.

se ciò avvenisse, essa potrebbe rivelarsi un vero fallimento se l'acquisizione non fosse in grado di creare valore (tanto per gli oblati quanto per gli offerenti).

## 2.2 I MODELLI DI VALUTAZIONE DI UN'OFFERTA

L'analisi di quanto un'offerta pubblica di acquisto (come operazione strumentale ad un'acquisizione) sia stata capace di generare nuovo valore, oppure abbia indotto un mero trasferimento di ricchezza, può essere fatta attraverso il ricorso ad una serie di criteri o modelli.

Anche se, come abbiamo già detto, il vero successo dell'operazione è valutabile solo *ex post*, è giusto tener presente, che un'analisi dei costi e benefici derivanti dal lancio di un'OPA, viene effettuata dagli analisti dell'azienda offerente anche *ex ante*. Porre in essere un'offerta, qualunque sia la ragione sottostante, rimane pur sempre un investimento, e quindi un'operazione di finanza straordinaria, dunque è impensabile che l'offerta sia stata lanciata senza prima una valutazione attenta sulla sua convenienza.

### ➤ IL VALORE ATTUALE NETTO (VAN)

Uno dei metodi sicuramente più diffuso per valutare la convenienza economica di un progetto è quello del VAN.

Questo, infatti, potrebbe essere adottato nella fase antecedente l'offerta, in quanto rappresenta un'analisi circa i benefici che l'acquisizione può generare.

In qualunque investimento il VAN è dato da:

$$\text{VAN} = \text{V.A. dei FC}^{141} \text{ futuri} - \text{Costo dell'investimento}$$

Con riferimento ad un'acquisizione, il valore attuale netto sarà dato dai benefici derivanti dall'operazione, al netto dei costi che sono stati sostenuti.

---

<sup>141</sup> Flussi di cassa.

In altri termini, considerando due aziende A (società offerente) e B (società obiettivo), il VAN può essere espresso nel modo seguente:

$$\mathbf{VAN = BENEFICIO - COSTO = \Delta VA_{A+B} - (esborso - VA_B)}$$

dove:

- $\Delta VA_{A+B} = VA_{A+B} - (VA_A + VA_B)$ ;
- Esborso = contanti che l'offerente ha pagato per l'OPA.

Se il VAN è positivo, vorrà dire che le aziende insieme genereranno un valore (maggiore della somma dei due valori generati dalle aziende considerate separatamente); in caso contrario l'acquisizione non dovrebbe aver luogo, perché l'integrazione non consente alle società di sfruttare al meglio i propri punti di forza.

Il ricorso a tale metodo, tuttavia, richiede particolare attenzione soprattutto per quanto riguarda la stima dei flussi di cassa futuri, che, a seguito dell'acquisizione, le società saranno in grado di originare. Un eventuale errore di stima potrebbe portare al lancio di un'OPA anche se, in realtà, l'operazione non è conveniente: ciò può avvenire a seguito di un'analisi che mostra una beneficio ( $VAN > 0$ ) fittizio, dovuto ad una previsione dei flussi di cassa troppo ottimistica<sup>142</sup>.

Quindi, in una prima analisi, potremmo dire che un'acquisizione ha avuto successo se le due società valgono di più insieme che separate, e se quindi la loro integrazione ha generato un valore aggiunto.

#### ➤ **IL NET VALUE ADDED (NVA)**

Una volta che l'operazione ha avuto luogo e quindi la società offerente è riuscita ad acquisire quella *target*, il successo economico dell'Opa può essere misurato dando uno sguardo all'andamento dei titoli oggetto dell'acquisizione, ovviamente se la società risulti essere quotata.

---

<sup>142</sup> Il metodo del VAN è tratto da AA.VV., *Principi di finanza aziendale*, cit., pag. 756 e ss.

Un aumento del valore dei titoli delle società coinvolte sarà sintomo della buona riuscita dell'operazione, perché vorrà dire che si è riusciti a creare valore, e che tale *surplus* è stato suddiviso tra le due società; mentre, se si verifica una diminuzione, questo evidenzierà assenza di valore aggiunto, oppure che la ricchezza è rimasta nel patrimonio dell'acquisita.

Ad influenzare l'andamento dei titoli dell'acquirente è proprio il VALORE AGGIUNTO NETTO.

**NVA = (valore *stand alone* – valore di mercato) + (val. att. delle sinergie – premio pagato)**

Il *net value added* non è altro che la differenza tra il valore che l'acquirente riceve, e il totale di ciò che investe:

- valore ricevuto = valore *stand alone*<sup>143</sup> + valore attuale delle sinergie;
- valore investito<sup>144</sup> = valore di mercato + premio corrisposto.

Pertanto:

$$\Delta P = NVA / \text{azioni emesse}$$

Affinché si abbia una variazione positiva del prezzo dei titoli dell'acquirente, bisognerà lanciare un'Opa in grado di generare un  $NVA > 0$ .

Da questa formulazione si comprende che, in caso di Opa ostile, e magari in presenza di una forte concorrenza (a seguito di molteplici potenziali acquirenti), a conquistare il reale successo sarà colui che pur riuscendo ad aggiudicarsi l'offerta, sia stato anche in grado di generare valore per i propri azionisti. Tale aspetto è di notevole importanza, in quanto, il "rilancio"<sup>145</sup>, deve essere sempre subordinato alla convenienza economica: un partecipante dovrà, quindi, ritirarsi, qualora l'adesione richiedesse un investimento superiore rispetto ai benefici che da questo possono scaturire<sup>146</sup>.

---

<sup>143</sup> Rappresenta il valore della società *target pre-Opa*.

<sup>144</sup> Identifica tutto l'esborso che l'acquirente ha dovuto sostenere per porre in essere l'operazione: dal contante erogato agli oblati, ai debiti contratti, comprese le azioni emesse dall'acquirente.

<sup>145</sup> In caso di offerte concorrenti, esse divengono come un'asta, il cui vincitore sarà colui che offre un prezzo superiore.

<sup>146</sup> Mi riferisco alla circostanza in cui, per incentivare gli oblati all'adesione della propria offerta, una società si trova a dover promettere un premio (da incorporare ovviamente nel prezzo offerto) troppo elevato, andando quindi ad aumentare in maniera significativa, e soprattutto poco razionale, i costi.

➤ L'**ECONOMIC VALUE ADDED** (EVA)

Un metodo in grado di misurare il valore creato per gli azionisti, depurando la stima dagli effetti distorsivi dovuti a comportamenti opportunistici dei *manager*<sup>147</sup>, è proprio il VALORE AGGIUNTO ECONOMICO. Esso viene in genere utilizzato per misurare il valore intrinseco di un'azione.

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= (r - c) \times \text{capitale}^{148} = (r \times \text{capitale}) - (c \times \text{capitale}) \\ &= \text{Nopat}^{149} - (c \times \text{capitale}) \\ &= \text{reddito operativo netto} - \text{costo del capitale impiegato} \end{aligned}$$

Con opportuni passaggi algebrici, si nota che l'EVA non è altro che il reddito operativo al netto dei costi sostenuti per accedere all'investimento.

Attualizzando al WACC<sup>150</sup> tutti gli EVA futuri che la società sarà in grado di generare, si ottiene il suo valore di mercato, dal quale, in ultima istanza, ricavare il valore dell'azione.

L'utilizzo di tali modelli per valutare un'offerta, non rappresenta solo una modalità di analisi fine a se stessa, in quanto permette agli analisti della società acquirente di individuare le variabili rilevanti sulle quali focalizzarsi, e che consentono l'attivazione delle leve in grado di assicurare la buona riuscita dell'operazione.

Nel caso dell'EVA, ad esempio, le variabili obiettivo, sulle quali operare saranno:

- Il costo del capitale, che la società deve cercare di ridurre;
- Il Nopat, che deve essere incrementato mediante una maggiore efficienza operativa;
- Il capitale impiegato, che può essere ridotto cercando di non corrispondere premi troppo elevati, e così via<sup>151</sup>.

---

<sup>147</sup> Vale a dire *agere* troppo rischioso (ovviamente in termini d'investimenti) da parte di *manager* con bassi guadagni; al contrario di coloro che già godono di elevati *benefit*, i quali, quindi, non si troveranno costretti a porre in essere operazioni rischiose seppur vantaggiose per la società.

<sup>148</sup> Dove:

- $r$  = tasso di rendimento dell'operazione;
- $c$  = costo del capitale;
- capitale = risorse impiegate nella gestione operativa.

<sup>149</sup> *Net Operating Profit After Taxes*; esso rappresenta il profitto generato dalle attività operative.

<sup>150</sup> *Weighted Average Cost of Capital* =  $r_e \times \frac{E}{(D+E)} + r_d \times (1-t) \times \frac{D}{(E+D)}$ ; identifica quindi il costo del capitale ponderato per la percentuale di risorse derivanti da equity o debito.

<sup>151</sup> I metodi di valutazione (NVA ed EVA) sono tratti da M. DALLOCCIO – G. LUCCHINI, *L'Opa ostile, il caso Olivetti – Telecom*, BOCCONI, 2001, pag. 1 e ss. Per approfondimento dei modelli e per altre

VAN, NVA, EVA, non sono gli unici modelli utilizzabili per l'analisi economica di un'offerta, tuttavia, ho deciso di limitarmi a questi, poiché sicuramente rappresentano i più usati.

Esistono tantissime tecniche alternative, che le società attuano a seconda i loro obiettivi strategici, e per le quali si rimanda al grande, e spesso molto fantasioso, mondo della finanza aziendale.

In conclusione, qualunque metodologia la società acquirente decidesse di adottare, l'attenzione deve essere rivolta non solo ai benefici derivanti dall'integrazione, la cui valutazione è fondamentale per il lancio dell'offerta, ma soprattutto ai costi che si sosterranno. Inoltre, l'analisi di questi ultimi, non deve esaurirsi all'esborso di contanti (nel caso di OPA), ma deve estendersi anche alla presenza del noto "costo opportunità"<sup>152</sup>, che non va mai trascurato quando si valuta un investimento.

---

considerazioni tecniche, espone in maniera professionale in un'ottima decisione economica, si rimanda allo stesso volume.

<sup>152</sup> Vale a dire la valutazione del progetto messa a confronto con altri investimenti alternativi. Questa considerazione è di notevole rilevanza pratica, poiché un progetto che considerato in maniera assoluta potrebbe risultare economicamente vantaggioso, confrontato con altri, può presentare delle carenze che non possono essere trascurate.

## 2.3 LE TECNICHE DI DIFESA

“Salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane quotate i cui titoli sono oggetto dell'offerta si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. (...)”<sup>153</sup>.

Ed è questo l'art. 104, comma 1, T.u.f: il pilastro sul quale si reggono tutte le tecniche di difesa che una società *target* può utilizzare in caso di offerte ostili.

È necessario evidenziare, però, che la portata di tale disposizione è limitata alle misure difensive che una società (quotata) può porre in essere durante l'offerta, diverse da quelle che eventualmente si adottano prima che un'acquirente lanci l'Opa.

Per distinguere le misure difensive *preventive* da quelle *successive*, in genere vengono utilizzati due termini: le “BARRIERE” (per le prime) e le “DIFESE” (per le seconde).

Ecco che nella disciplina dell'art. 104 rientrano solo le “DIFESE”.

Detto ciò, la comprensione delle tecniche (*successive*) richiede un'analisi accurata dell'art. 104, con l'obiettivo di cogliere cosa s'intende con “*atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta*”; al verificarsi dei quali scatta l'obbligo di autorizzazione assembleare.

Prima di soffermarci su questo, è opportuno tener presente che, nella realtà, una società che *a priori* non vuole essere oggetto di scalata (o perlomeno intende ridurre la probabilità di successo), può servirsi di una serie di misure difensive (barriere), ancor prima che un'eventuale offerta venga lanciata, e senza il previo intervento *ad hoc* dell'assemblea<sup>154</sup>; tali pratiche sono essenzialmente frutto della prassi commerciale americana, poi estese anche in Europa (consistenti normalmente in clausole statutarie e patti parasociali).

---

<sup>153</sup> Come già osservato, l'obbligo in capo agli amministratori di richiedere l'autorizzazione dell'assemblea, prima di poter adottare qualunque tecnica di difesa, prende il nome di *passivity rule*.

<sup>154</sup> Intervento che, ai sensi dell'art. 104 del testo unico, è necessario per poter dare esecuzione alle tecniche di difesa.

Le barriere, adottate in maniera frequente dalle società statunitensi<sup>155</sup>, sono divenute consuetudini anche in Italia; tuttavia, non tutte sono applicabili, a causa dei molteplici vincoli imposti dal nostro ordinamento<sup>156</sup>.

Di conseguenza, l'analisi richiede anche un *focus* sull'ammissibilità di tali clausole per il sistema giuridico italiano, evidenziando anche quelle che sono in contrasto con le disposizioni civilistiche e, pertanto, non possono essere attuate.

### ➤ LE “BARRIERE”

Per contrastare tentativi di scalata, ancor prima che la società divenga oggetto di un'offerta, possono essere innalzate delle “barriere” mediante opportune clausole statutarie. In alcuni casi, però, gli ostacoli al successo di un'OPA ostile, sono dovuti a determinati aspetti del sistema economico, i quali implicitamente generano dei freni all'efficacia dell'operazione.

A tal proposito, la letteratura<sup>157</sup> suole distinguere tra:

- Barriere **strutturali**, frutto delle caratteristiche economiche del sistema. Esse rappresentano ostacoli che, indirettamente, ovvero senza la realizzazione esplicita di determinati atti, rendono una scalata molto onerosa. Ad esempio:
  - i. la presenza di un azionariato molto diffuso;
  - ii. una scarsa liquidità del mercato del capitale di rischio.
- Barriere **tecniche**, vale a dire tutte quelle azioni che l'ordinamento consente di adottare per disincentivare la scalata<sup>158</sup>. In tale categoria rientrano gli interventi volti a rendere poco appetibile la società agli occhi di eventuali *raider*.

Le prime sono indipendenti dalla volontà della società, ed in quanto tali, a disposizione di tutte le imprese che operano in quel mercato; le seconde, al contrario, saranno

---

<sup>155</sup> Dove il mercato del controllo societario è sicuramente più sviluppato che in Europa. Anche se, negli ultimi anni, si sta verificando un incremento significativo delle offerte ostili tra le società europee, facendo venir meno la forte concentrazione di *hostile takeover* d'oltreoceano.

<sup>156</sup> La distinzione tra le “difese” e le “barriere” è ricavata da AA.VV., *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. S. RICHTER JR., cit., pagg. 114-117.

<sup>157</sup> Cfr. B. QUATRATO – L. G. PICONE, *Manuale teorico – pratico delle offerte pubbliche di acquisto e scambio*, cit., pag. 26 e ss.

<sup>158</sup> In realtà, come vedremo fra breve, non tutte le tecniche di difesa *preventive* sono ammissibili per il nostro ordinamento.

caratterizzate da opportune delibere, diverse a seconda il tipo di offerta e che, per divenire vincolanti, devono figurare come esplicite previsioni statutarie<sup>159</sup>.

Di seguito s'individuano le principali barriere tecniche:

#### I. LE “SHARK REPELLENT”

In questa famiglia rientrano tutta una serie di modifiche agli statuti societari, all'interno dei quali vengono inserite delle particolari clausole, con lo scopo di rendere difficile l'esercizio del controllo da parte di un nuovo, eventuale, assetto di comando.

Ad esempio:

- a) Staggered board, che consiste nella suddivisione del CdA in tre gruppi, in modo tale che solo uno di questi necessita di *turnover* annuale. Tale disposizione non consentirà all'offerente di esercitare il controllo subito dopo il successo dell'offerta<sup>160</sup>;
- b) Maggioranze qualificate, quando, affinché una fusione abbia luogo, non basta la semplice maggioranza (50%), ma si richiede una percentuale di azioni pari almeno all'80%<sup>161</sup>;
- c) Fair price, vale a dire, la fissazione del metodo di valutazione per identificare il giusto prezzo che l'offerente deve pagare agli azionisti di minoranza. La *ratio* è quella di evitare che, come spesso accade, una volta ottenuto il controllo, il *freeze out* dei restanti oblati avvenga ad un prezzo inferiore a quello offerto<sup>162</sup>. Tale clausola tende anche a ridurre la *pressure to tender*<sup>163</sup>.
- d) Limitazione ai diritti di voto, attraverso la quale si vincola l'esercizio di voto all'approvazione del CdA della società obiettivo. La barriera prevede che, a tale condizione, saranno assoggettati coloro che hanno acquisito una determinata percentuale di azioni della *target*;

---

<sup>159</sup> G. FERRARINI, *Le difese contro le opa ostili: analisi economica e comparazione*, in Riv. Soc., 2000, p. 737 ss.; F. MURINO, in *Commentario all' offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Giappichelli, 2010, p. 294 ss.

<sup>160</sup> Stabilire che una parte del CdA rimanga in carica per più anni, genera una rigidità nella *corporate* idonea a rendere difficoltosa la sostituzione del *management* da parte del nuovo controllante; quest'ultimo trovandosi costretto a dover mantenere (almeno fino al termine della carica) gli amministratori del precedente assetto di comando, potrebbe essere disincentivato a dare esecuzione ai suoi obiettivi di scalata.

<sup>161</sup> Tale clausola non consentirà alla società acquirente di deliberare, magari solo grazie alla partecipazione da essa posseduta nella *target*, la fusione con quest'ultima; la *supermajority* necessaria per l'approvazione richiederebbe anche il consenso dei soci di minoranza.

<sup>162</sup> Tale disposizione rappresenta un disincentivo perché genera un incremento del costo dell'operazione.

<sup>163</sup> Di cui si è ampiamente parlato nel capitolo precedente.

- e) Previsione di una certa durata in carica e di un determinato numero di membri del CdA, nonché elevate maggioranze per la nomina degli amministratori. Esse identificano una serie di clausole aventi lo scopo di proteggere la posizione del *management*, messa a rischio da un ricambio dell'apparato di controllo.

Come si può facilmente notare, ci sono un paio di barriere che hanno come obiettivo quello di definire una protezione del *management*; ciò, in una prima analisi, porterebbe ad identificarle come strumentali alla riduzione dei conflitti d'interesse degli amministratori, piuttosto che come tecniche di difesa. Tuttavia, un osservatore attento, si accorgerebbe che non è così: ostacolare il ricambio dell'organo di gestione è una misura difensiva molto efficace, poiché, come visto nel capitolo precedente, la sostituzione del *management* è tra le più diffuse ragioni che spingono una società ad acquisirne un'altra. In questo modo, si cerca di far venir meno l'obiettivo della scalata e si disincentiva il lancio dell'Opa.

Le clausole statutarie appena riportate sembrano non presentare alcun contrasto con le regole del diritto societario, e quindi, sono perfettamente compatibili con il nostro ordinamento. Difatti, poiché tra le “misure antisqualo”, le più ricorrenti sono le “supermaggioranze” richieste per le operazioni straordinarie (scissioni, fusioni e cessioni), è facile verificare che l'ampia autonomia privata che il legislatore italiano riconosce agli operatori, consente tali modifiche<sup>164,165</sup>.

## II. I “GOLDEN PARACHUTE AGREEMENTS”

Il “paracadute d'oro” rappresenta un accordo tra la società ed i propri dirigenti, in forza del quale viene riconosciuto a questi ultimi un elevato indennizzo qualora dovessero essere sostituiti a seguito di un'acquisizione. Tale disposizione nasce, prima che come tecnica di difesa preventiva, come strategia per ridurre il conflitto d'interesse degli amministratori.

---

<sup>164</sup> Non a caso, l'art. 2368, comma 2, del c.c. prevede che: “*l'assemblea straordinaria delibera con il voto favorevole di tanti soci che rappresentino più della metà del capitale sociale, se lo statuto non richiede una maggioranza più elevata*”; ed ancora, l'art. 2369, comma 4, prevede che in seconda convocazione e successive “*lo statuto può richiedere maggioranze più elevate, tranne che per l'approvazione del bilancio e per la nomina e la revoca delle cariche sociali*”. Queste disposizioni evidenziano, a mio avviso, un'apertura del nostro ordinamento a modifiche statutarie anche con lo scopo di essere strumentali all'opposizione di un'Opa.

<sup>165</sup> L'analisi dell'ammissibilità o meno delle “barriere” per il nostro ordinamento è tratta da E. DESANA, *Opa e tecniche di difesa, dalle misure difensive “successive” a quelle “preventive”*, GIUFFRÈ, 2003, pag. 187 e ss.

In realtà, il *parachute* non è tra le barriere più efficaci, in quanto, se lo scalatore ritiene di godere di elevatissimi benefici privati dall'acquisizione, non sarà di certo un compenso, per quanto elevato possa essere, ad ostacolare il suo tentativo di scalata.

Inoltre, per quanto concerne la liceità della suddetta clausola, si ritiene che, assicurare una "buona uscita" ai dirigenti di una società, non è di per sé in contrasto con il diritto societario.

Tuttavia, se non si riscontrano problemi con riferimento ai dirigenti non amministratori<sup>166</sup>, un'osservazione va fatta per quelli che rivestono cariche gestionali. Per questi ultimi, infatti, il codice civile prevede l'avanzamento di una richiesta di risarcimento danni qualora la revoca dovesse avvenire senza giusta causa<sup>167</sup>. Il mancato riconoscimento di una forma di indennizzo, trova la sua *ratio* nella libertà dell'assemblea, la quale, in caso di necessità, ha il diritto di sostituire il *management* in qualsiasi momento, e senza l'onere di esborsare elevati compensi.

In conclusione, si ritiene che il paracadute, affinché sia lecito, debba perlomeno non superare l'ammontare che verrebbe corrisposto all'amministratore in caso di licenziamento senza una giusta causa.

### III. LE "POISON PILLS"

Una tecnica molto diffusa nella prassi americana che, oltre ad essere una barriera, spesso trova spazio anche come difesa successiva, è quella delle "pillole avvelenate".

A differenza delle "misure antisqualo", il cui obiettivo primario è quello di ostacolare o comunque rendere difficoltoso l'esercizio effettivo del controllo, le "pillole", se vogliamo, agiscono in una fase precedente, in quanto mirano ad ostacolare l'esecuzione della scalata.

Sono tante le clausole che possono rientrare in questa famiglia, ma la più diffusa è il "programma di opzioni per l'acquisto di azioni"; gli elementi costitutivi della "pillola" sono tre: i *rights*, il *triggering event* e il *flip-over*.

Il funzionamento è molto semplice: la società distribuisce ai suoi azionisti dei dividendi sotto forma di diritti (*rights*), attraverso i quali si possono acquistare le azioni della società entro un certo lasso di tempo<sup>168</sup>. L'esercizio di tale opzione, tuttavia, è legato al verificarsi

---

<sup>166</sup> Per i quali l'autonomia privata consente la predisposizione di un trattamento di fine rapporto.

<sup>167</sup> Come disposto dall'art. 2383, comma 3, del codice civile.

<sup>168</sup> Ovviamente, tali diritti non si estendono all'offerente ed alle sue controllate, qualora quest'ultimo dovesse avere già una partecipazione nella società *target*.

di un evento (*triggering event*), che consiste nella divulgazione di un'offerta o, in ogni caso, di un'acquisizione idonea a ridefinire l'assetto di comando. Se l'offerta dovesse avere successo, e la società *target* venisse incorporata (tramite un'operazione di fusione) nella società acquirente, si attiverebbe il *flip-over*, e gli azionisti-oblati, usufruendo dei diritti a loro riconosciuti, si troverebbero ad acquistare le partecipazioni dell'acquirente<sup>169</sup>, generando una riduzione del capitale societario.

Per quanto riguarda l'ammissibilità di tali atti, se per le barriere precedenti era riscontrabile una sorta di elusione, affinché nella realtà potessero trovare attuazione, le "pillole avvelenate" segnalano un forte contrasto con le disposizioni del diritto societario; ostacoli che le rendono assolutamente inammissibili in Italia.

La "pillola" sopra richiamata si fonda sul riconoscimento di un diritto di opzione solo a favore di determinati azionisti; questa discriminazione genera un conflitto con l'art. 2348 del codice civile, che, al primo comma, sancisce l'uguaglianza, sia in termini di valore che di diritti, che le azioni devono conferire ai loro possessori. Altro impedimento all'applicazione del "programma di opzioni per l'acquisto di azioni" è identificabile nell'art. 2441 dello stesso codice, che recita: "*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.(...)*".

Queste, e molte altre disposizioni, rendono "le pillole avvelenate" una tecnica di difesa preventiva non esercitabile dalle società italiane<sup>170</sup>.

#### IV. LE AZIONI AI DIPENDENTI

Un istituto *anti-takeover* ritenuto molto efficace, nonché ammissibile dal nostro ordinamento<sup>171</sup>, è l'assegnazione di una certa percentuale di capitale ai dipendenti. Questi ultimi, rappresentano i soggetti che maggiormente si legano alla società ed al suo *management*, pertanto saranno coloro che difficilmente si sentiranno costretti a vendere le loro azioni all'offerente; a ciò, aggiungasi il timore che vengano licenziati a seguito di una totale ristrutturazione aziendale che il nuovo controllante potrebbe decidere di effettuare.

---

<sup>169</sup> Si tenga presente che, quando vengono riconosciuti tali diritti, l'acquisto delle azioni avviene ad un prezzo "di favore", quindi notevolmente ridotto rispetto a quello di mercato.

<sup>170</sup> Ovviamente, le svariate forme che una "pillola avvelenata" può assumere, rendono alcune di esse lecite, con gli opportuni accorgimenti, anche in Italia; aspetto che avremo modo di verificare con il caso *Olivetti – Telecom*.

<sup>171</sup> Con tutti i limiti alla distribuzione dei dividendi ai dipendenti annoverati dal codice civile (artt. 2349, 2358, comma 3, 2441, comma 8 del c.c.). Per approfondimento, si rimanda ai citati articoli.

Come conclusione delle tecniche di difesa *preventive*, cito l'esistenza di altre due "barriere", che troveranno attuazione solo nel caso di una minaccia di scalata, e che possono rientrare nel dettato dell'art. 104 del T.u.f.: l'acquisto di azioni proprie e l'aumento di capitale delegato<sup>172</sup>.

Com'è facile comprendere, le barriere che vengono fissate per scoraggiare *ex ante* un *takeover*, non sempre sono sufficienti ad impedire l'insediamento di un *raider*; pertanto, in pendenza d'offerta, una società può deliberare opportuni interventi per non consentirne il successo, ed evitare che gli organi societari siano, in qualche modo, costretti ad "abdicare".

### ➤ LE "DIFESE"

Come richiamato più volte, l'adozione delle misure idonee a contrastare un *hostile takeover* è contemplato dalla disciplina dell'art. 104 del T.u.f. La norma, in maniera molto generica, parla di "*atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta*"; il legislatore ha deciso di optare per un criterio teleologico, senza specificare, dunque, quali fossero concretamente questi "atti" od "operazioni".

La suddetta scelta ha prodotto non pochi problemi interpretativi, rischiando di bloccare completamente l'intero operato di una società oggetto di OPA. Ciò ha indotto la Consob ad intervenire, ed infatti, con la comunicazione n. DAL/99039392 del 18/05/1999, la Commissione, richiamando quali siano concretamente gli obiettivi di un'offerta<sup>173</sup>, elenca le categorie di atti ed operazioni ritenute idonee a contrastarli, ed in quanto tali, rientranti nella *passivity rule*.

In particolare:

- 1) "*gli atti che puntano ad incrementare il costo necessario per raggiungere il quantitativo di adesioni che l'offerente intende raggiungere*", come ad esempio:
  - a) "*le operazioni di aumento di capitale o di conversione in azioni con diritto di voto di altri strumenti finanziari, che riducono il valore percentuale del*

---

<sup>172</sup> Queste rappresentano, in qualche modo, un'eccezione all'interpretazione dominante dell'art. 104 del testo unico: in base alla quale, come già spiegato, sono solo le difese successive che rientrano nella suddetta disciplina. Tuttavia, l'inserimento di tali clausole nella fattispecie dell'art. 104, vincola l'applicazione di tali operazioni ad una successiva approvazione dell'assemblea, mediante una delibera *ad hoc*.

<sup>173</sup> Nella comunicazione si legge che: "*obiettivo dell'offerta è in primo luogo l'acquisto di una determinata percentuale del capitale dell'emittente ad un determinato prezzo unitario e con un determinato esborso finanziario complessivo; obiettivo può essere inoltre l'intenzione dichiarata nel documento di acquistare il controllo della società e pertanto anche la possibilità materiale di esercitare tale controllo, ad esempio cambiando gli amministratori; ancora obiettivo dell'offerta è da considerarsi l'insieme dei beni materiali e immateriali, compreso l'avviamento nell'esercizio di una determinata impresa, che costituiscono il patrimonio della società*".

- quantitativo di azioni oggetto dell'offerta salvo che l'offerente non opti per un esborso complessivo maggiore”;*
- b) *“l'acquisto di azioni proprie da parte dell'emittente, che riducono la platea dei potenziali aderenti all'operazione, rafforzano la posizione dell'attuale controllante e possono incidere sul prezzo di mercato dei titoli”.*
- 2) *“comportamenti volti a mutare, anche con effetto differito, le caratteristiche patrimoniali ed aziendali della società oggetto di acquisto”*, tra i quali rientrano:
- a) *“le cessioni di beni e altre componenti dell'attivo”;*
- b) *“le operazioni di fusione o scissione”;*
- c) *“atti che incrementino il peso dell'indebitamento finanziario sul bilancio della società o l'avvio di una politica di acquisizioni”;*
- d) *“l'imprevisto abbandono di attività d'impresa o l'improvvisa modifica di politiche industriali o commerciali”.*
- 3) *“comportamenti di disturbo volti a rendere difficile la possibilità che l'offerente raggiunga realmente l'obiettivo perseguito”*, con riferimento a questi, la Commissione, a titolo esemplificativo, individua:
- a) *“la promozione di un'offerta contraria sulle azioni dell'offerente o di una sua controllata o l'acquisto di nuovi "business" che rendono più difficile il superamento dei problemi connessi alla normativa antitrust”;*
- b) *“comportamenti di disturbo le operazioni che rendono estremamente costoso per il nuovo controllante esercitare, dopo il buon esito dell'offerta, atti tipici del socio di controllo, come il riconoscimento agli amministratori in carica di diritti particolari in caso di loro sostituzione”<sup>174</sup>.*

Volendo ricondurre ad unità tali fattispecie, per rientrare nella *passivity rule*, gli atti e le operazioni devono essere direttamente idonei a generare ostacoli oggettivi al successo dell'offerta. Si comprende che nella disciplina non rientrano comportamenti come: messaggi pubblicitari contro l'offerente, o la ricerca di un “soggetto” che si ponga come concorrente nell'offerta<sup>175</sup>.

---

<sup>174</sup> Nella Comunicazione si precisa che gli esempi sono frutto sia dell'ampia esperienza statunitense in tema di tecniche di difesa, che delle indicazioni presenti nella *rule 21* del *City Code* inglese e nelle relative note. Per approfondimento si rimanda alla stessa.

<sup>175</sup> Per questi, quindi, non è necessaria la preventiva autorizzazione assembleare. Si nota, a tal proposito, che l'art. 104 al comma 1, afferma che *“la mera ricerca di altre offerte non costituisce atto od operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta*. Difatti, spesso gli amministratori si trovano nella circostanza di dover cercare una società “amica”, tale difesa è nota come “la ricerca del cavaliere bianco”, della quale ci occuperemo a breve. Infine, lo stesso articolo precisa che *“resta ferma la responsabilità degli amministratori,*

Ricordo che, nella previgente disciplina, era fissato il *quorum* necessario per l'approvazione della delibera (30% del capitale), condizione che è stata abrogata a seguito del decreto legge n. 185 del 29 novembre del 2008 (“decreto anticrisi”).

Inoltre, per quanto riguarda la decorrenza della *passivity rule*, l'art. 104 specifica che “l'obbligo di astensione si applica dalla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, e fino alla chiusura dell'offerta ovvero fino a quando l'offerta stessa non decada”.

Ed infine, l'autorizzazione assembleare è necessaria anche “per l'attuazione di ogni decisione presa prima dell'inizio del periodo indicato nel comma 1 (dalla comunicazione alla Consob fino alla chiusura dell'offerta), che non sia ancora stata attuata in tutto o in parte, che non rientri nel corso normale delle attività delle società”, sempre qualora idonea a contrastare gli obiettivi dell'offerta (art. 104, comma 1-bis, T.u.f.).

È opportuno notare che la Consob, nel precisare quali possano essere gli atti e le operazioni che rientrano nella *passivity rule*, ha indirettamente fornito delle modalità di difesa da scalate. Tuttavia, cerchiamo di comprendere quali siano le più diffuse tecniche che la prassi societaria ha mostrato di conoscere nelle numerose offerte ostili.

## I. LA RICERCA DEL “WHITE KNIGHT”

Una società oggetto di scalata, che si oppone all'acquisizione a seguito di una riluttanza nei confronti dell'offerente, se non dovesse riuscire ad evitare il successo dell'offerta, va alla ricerca di una terza società (il c.d. “cavaliere bianco”), che quindi proporrà un'offerta concorrente.

L'intervento di un altro “soggetto”, non solo nasce con l'intento di evitare il *takeover*, ma si può rivelare anche uno strumento idoneo ad incrementare il prezzo dell'offerta, in quanto, la presenza di proposte concorrenti apre una sorte di “asta al miglior offerente”, la cui vittoria andrà al soggetto che offrirà un prezzo superiore.

## II. VERTENZA LEGALE

Una tecnica per disincentivare un'acquisizione potrebbe essere l'avanzamento di un'azione legale, promossa dalla società *target* nei confronti dell'offerente; ad esempio, per la violazione della disciplina *antitrust* o della normativa sulle transazioni mobiliari.

---

*dei componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti”.*

### III. RISTRUTTURAZIONE DI ATTIVITÀ E PASSIVITÀ

Se una società vuole ostacolare la scalata nei suoi confronti, può adottare una serie di delibere aventi lo scopo di rendere la propria società meno appetibile agli occhi dell'offerente. Tali provvedimenti mirano a mutare il patrimonio aziendale nel verso opposto alle modifiche che l'acquirente apporterebbe alla struttura societaria.

Ad esempio, dal lato dell'attivo:

- a) dismettere delle attività ritenute punti di forza per l'acquirente (magari è proprio la loro conquista ad aver indotto l'offerente a lanciare l'OPA), generando un'inevitabile svalutazione della società;
- b) acquisire attività ritenute non conveniente dall'acquirente o che gli possono addirittura generare problemi di *antitrust*.

Mentre, dal lato del passivo:

- a) aumento del numero di azionisti;
- b) emissione di nuove azioni da vendere al "cavaliere bianco";
- c) acquisto di azioni proprie.

### IV. NEUTRALIZZAZIONE DEI DIRITTI DI VOTO

In America esiste una legge statale che prevede la possibilità di annullare i diritti di voto di un'azionista, qualora la sua partecipazione societaria dovesse superare una certa soglia. L'*intentio legis* è quella di evitare la concentrazione dell'azionariato nelle mani di un solo soggetto, in modo tale da consentire l'esercizio del controllo a molteplici soci; tale clausola rende la società in questione difficilmente desiderabile per uno scalatore.

In conclusione, le tecniche a disposizione delle società oggetto di *hostile takeover* sono molteplici, a seguito delle numerose strategie aziendali esistenti, ed è impossibile ricondurle ad numero chiuso; pertanto, l'unico limite allo sviluppo di "barriere" o "difese" è la fantasia degli operatori.<sup>176</sup>

---

<sup>176</sup> Per approfondire le tecniche di difesa si rimanda ai seguenti volumi: AA.VV., *Principi di finanza aziendale*, cit., pagg. 788-790; B. QUATRARO – L. G. PICONE, *Manuale teorico- pratico delle offerte pubbliche di acquisto e scambio*, cit. pag. 26 ss.; AA.VV. *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. S. RICHTER JR., cit., pagg. 114-117; E. DESANA, *Opa e tecniche di difesa, dalle misure difensive "successive" a quelle preventive*, cit., pag. 187 ss.; F. M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, in *Trattato di Diritto Commerciale*, diretto da R. Costi, Giappichelli, 2014.

Per vero, se da un lato, l'ordinamento riconosce alle società la possibilità di adottare delle misure anti-*takeover* (sempre nel rispetto del codice del '42 e della *passivity rule*); dall'altro, non si può trascurare, la già richiamata *breakthrough rule* (art. 104-bis, T.u.f.), che "neutralizza" alcune delibere e previsioni statutarie attuate ai fini dell'art. 104<sup>177</sup>.

Detto ciò, tutti gli aspetti caratterizzanti un'Opa ostile, dei quali ci siamo occupati finora, si sono concentrati in quella che rappresenta l'*hostile takeover* per eccellenza, vale a dire l'offerta lanciata da *Olivetti* su *Telecom*.

Di conseguenza, diamo sostanza alle tematiche sopra esposte, cercando di ripercorrere le principali tappe di quella che gli economisti definiscono la più grande Opa che, in termini di valore, si sia mai verificata in Italia, nonché la quinta al mondo.

---

<sup>177</sup> Ricordo, inoltre, che la regola di neutralizzazione opererà solo se prevista espressamente dallo statuto della società *target*, così come disposto dall'art. 13, comma 2, d.l. n. 185 del 2008. Per richiamare alla mente quanto disposto dalla suddetta regola, si rimanda all'art. 104-bis del t.u., oppure al precedente capitolo del presente elaborato.

## 2.4 “IL CASO”: OLIVETTI – TELECOM

Dal tanto chiacchierato “caso Bastogi”, all’offerta della Banca Popolare di Milano sulla Banca Agricola Milanese; dalla conquista del Banco di S. Geminiano e Prospero ad opera della Banca Popolare di Verona, all’attacco di Unicredit nei confronti dell’ex Cassa di Risparmio di Verona e della Cassamarca trevigiana: queste sono le offerte ostili che hanno caratterizzato il nostro Paese dagli anni ’70 a fine anni ’90; tuttavia, l’*hostile takeover* che ha portato l’Italia ad essere teatro di una reale disputa societaria, con tanto di attacchi e difese, è la scalata di *Olivetti* sul colosso *Telecom*. Andiamo a ripercorrere le principali tappe che hanno permesso alla società piemontese di assumere il controllo del più importante operatore italiano di telefonia<sup>178</sup>.

### ➤ LA NASCITA DELL’INTERESSE DI OLIVETTI SU TELECOM

Tutto ebbe inizio quando, nel 1997, il governo in carica, guidato da Romano Prodi, decide di dare il via al processo di privatizzazione di *Telecom* (mediante la vendita del pacchetto statale, che pesava nel capitale societario per il 44,71%), con l’obiettivo di dar vita alla prima *public company* italiana. L’operazione, posta in essere sotto la guida di Mario Draghi e Carlo Azelio Ciampi (a quel tempo, rispettivamente, direttore generale e ministro del Tesoro), si articolò in due stadi:

- 1) Un collocamento privato, per il 9,02% del capitale<sup>179</sup>;
- 2) Un’offerta pubblica di vendita (OPV)<sup>180</sup> per il restante 35,69%<sup>181</sup>.

Siamo nel 1998, a nemmeno un anno dalla privatizzazione, quando *Telecom Italia*, rientra nell’occhio del ciclone per la sua scarsa valutazione di mercato rispetto alle stesse compagnie europee: essa era quotata 1,9 volte il proprio patrimonio netto, contro i 3 di *Deutsche Telekom* (DT) e gli oltre 4 di *France* e *British Telecom* (FT e BT). Il titolo presentava un + 19,7%, contro il + 43% di DT e dell’indice di riferimento (MIB 30), e il +

---

<sup>178</sup> *Telecom* opera nella telefonia fissa con il marchio *Telecom Italia*, ed in quella mobile con l’etichetta *Tim*.

<sup>179</sup> La difficoltà riscontrata nel collocare tale partecipazione ha visto l’adesione, in ultima istanza, di una sola società, l’*IFIL Investments S.p.a.*, controllata dalla famiglia Agnelli.

<sup>180</sup> L’OPV è un’operazione che si può, in qualche modo, definire opposta all’OPA. Essa, infatti, rappresenta lo strumento mediante il quale una società, al fine di modificare la propria compagine societaria, offre in vendita le proprie azioni (la totalità o una parte) con diritto di voto. Se l’offerta è finalizzata al *listing* (vale a dire alla quotazione), si parla di IPO (*Initial Public Offering*). Per approfondimento, si rimanda al glossario consultabile sul sito della Borsa Italiana, [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).

<sup>181</sup> L’operazione, una volta conclusasi, alimentò le casse dello Stato di circa 26.000 miliardi di lire.

82,7% di FT. Da questo momento, il neo presidente del CdA, Gian Mario Rossignolo, accusato delle scarse *performance* aziendali presentò le sue dimissioni il 23 ottobre dello stesso anno.

Ed è nel suddetto scenario che *Telecom* entra nel mirino di Colaninno e Gnutti (entrambi soci di *Olivetti*, con il primo che riveste anche il ruolo di amministratore delegato). Come comprendere al meglio le origini di tale interesse sulla compagnia telefonica, se non attraverso le parole dei diretti interessati, i quali hanno duramente lottato per aggiudicarsi il successo dell'Opa; pertanto, possiamo riassumerne le ragioni, estrapolando alcune frasi dal discorso che Gnutti fece per l'occasione, durante il quale spiega le motivazioni che hanno indotto la sua società a vendere Omnitel ed Infostrada<sup>182</sup> (nelle quali la *Olivetti* deteneva, tramite Oliman, rispettivamente, il 100% e il 52,7% del capitale) per aggiudicarsi il “nocciolino”<sup>183</sup>:

*“ (...) il settore in cui operano le telecomunicazioni sta conoscendo solo ora una liberalizzazione della concorrenza: l'ingresso sul mercato di nuovi, agguerriti, competitor avrebbe mutato lo scenario e, probabilmente, messo in difficoltà le due aziende. (...) Quindi, (...) non cercare di aumentare le dimensioni di Omnitel e Infostrada è improponibile, e la crescita interna delle due società non sarebbe stata perseguibile per la mole degli investimenti necessari.(...)Giunti a tal punto, abbiamo cercato di comprendere quali potessero essere le opportunità che il mercato era in grado di offrire e l'interesse si è mosso verso Telecom. (...) Telecom e Tim sono leader italiani nel settore delle telecomunicazioni, con forti flussi di cassa, basso indebitamento, un gruppo di controllo che non esercita in maniera decisa il proprio potere; pertanto, porta con se sacche di inefficienza da poter eliminare e una gestione razionalizzabile ai fini di aumentare i margini tramite la riduzione dei costi. Certo, gli investimenti necessari sono ingenti, ma di gran lunga inferiori rispetto a quelli ipotizzati per Omnitel e Infostrada (...)”.*

In definitiva, la presenza di un *management* giudicato poco efficiente e la visione di una elevata prospettiva di guadagni, rappresentano gli elementi scatenanti l'interesse su

---

<sup>182</sup> a quel tempo, le uniche e reali concorrenti di *Telecom Italia* e Tim.

<sup>183</sup> Tale termine fu coniato in sede di trasformazione di *Telecom* in una *public company*; difatti, il suo processo di privatizzazione rappresentò una commistione tra il modello della *public company* americana e il “nocciolo duro” francese: il primo, caratterizzato da una diffusione dell'azionariato, ma da elevati costi di agenzia e da un'eccessiva contendibilità; il secondo, dalla massiccia presenza di un nucleo stabile nell'azionariato che, però, avrebbe portato alla realizzazione di una privatizzazione solo formale, e non anche sostanziale. Il Governo ha pertanto optato per un compromesso tra le due strutture, che avrebbe consentito al gruppo di essere acquisito da diversi investitori, ma allo stesso tempo, di avere uno “zoccolo duro” nel proprio azionariato; si è cercato, in questo modo, di superare i problemi che accompagnano i suddetti schemi.

*Telecom*; inoltre, lo scarso livello di indebitamento di quest'ultima, porta, inevitabilmente, ad optare per un'operazione di *leverage buy-out*<sup>184</sup>.

➤ L'INIZIO DELLA GUERRA: IL LANCIO DELL'OPA

Nei giorni che precedettero l'offerta, il mercato incominciò ad avvertire l'interesse che Colaninno e Gnutti mostravano nei confronti dell'ex colosso statale; tale "*fumus persecutionis*" si tradusse in realtà, quando, il 20 febbraio 1999, *Olivetti* lancia un'Opa da 54 miliardi di euro<sup>185</sup> sul 100% delle azioni ordinarie di *Telecom*, ad un prezzo di 10 € per azione (con un premio di circa il 10% rispetto all'ultima chiusura di mercato, e del 26% sulla quotazione media di gennaio). Nonostante il primo "no" della Consob a seguito della comunicazione ritenuta non corretta, il 27 febbraio 1999 l'autorità di mercato approvò il prospetto, dichiarando l'idoneità all'inizio dell'operazione<sup>186</sup>.

Dalla comunicazione si evince che:

- 1) I 10 € offerti per ciascuna azione saranno così suddivisi:
  - a) 6 € in contanti;
  - b) 2,6 € di valore nominale in obbligazioni di Tecnost a 5 anni<sup>187</sup>;
  - c) 1,4 € di azioni Tecnost (1 ogni 2 azioni di Telecom portate in adesione all'offerta).
- 2) Condizioni di validità dell'offerta:
  - a) Adesione almeno pari al 67% del capitale ordinario di Telecom<sup>188</sup>;
  - b) Successo dell'operazione con Mannesmann<sup>189</sup>.

---

<sup>184</sup> A fare le veci della "*newco*" fu la società Tecnost (controllata di *Olivetti*), che fece da veicolo nell'Opa con Telecom; su quest'ultima, infatti, verranno fatti gravare i debiti originati dall'operazione, da scaricare successivamente su *Telecom* con un'opportuna fusione (che alla fine non ebbe luogo).

<sup>185</sup> Il 60% dell'operazione venne finanziata nel modo seguente:

- 7 miliardi di euro, dalla vendita a Mannesmann di Omnitel e Infostrada (tramite la cessione del 51% di Oliman, partecipazione che, come già precisato, incorporava il 100% di Infostrada e il 48% di Omnitel);
- 1 miliardo di euro, dalla cassa di *Olivetti*;
- 2,5 miliardi di euro, tramite aumento di capitale;
- 20 miliardi, tramite finanziamento bancario.

Fu l'elevatissima cifra pagata in contanti (circa 30 miliardi) a rappresentare una delle peculiarità di questa offerta.

<sup>186</sup> Si tenga presente che, in tale data, era già in vigore il testo unico, seppur da pochissimo tempo, e, pertanto, ci troviamo in sede di attuazione della sua primordiale versione, nella quale era già previsto l'obbligo di comunicazione all'autorità di mercato.

<sup>187</sup> Per tali obbligazioni saranno responsabili in solido Tecnost ed *Olivetti*, con un rimborso alla pari, ed interessi trimestrali a tasso variabile (EURIBOR + 150-200 punti base).

<sup>188</sup> *Olivetti*, infatti, stabilì che: l'adesione di almeno il 67% rappresentava il sicuro successo dell'OPA; sotto il 35% sarebbe decaduta; e nell'"area grigia" (tra il 35% e il 67%) avrebbe dichiarato il successo se la partecipazione posseduta fosse stata idonea all'esercizio effettivo del controllo.

L'offerta trovò la forte opposizione del *management* di *Telecom*<sup>190</sup>, il quale, ben presto, cominciò a studiare una serie di misure per ostacolare il tentativo di scalata.

### ➤ LA DIFESA

Siamo a meno di 20 giorni dalla data fissata per il lancio dell'Opa, quando, il CdA di *Telecom* elabora una strategia di difesa da sottoporre, come previsto dalla “neonata” *passivity rule*, al vaglio dell'assemblea, la cui approvazione necessita del voto favorevole di almeno il 30% degli azionisti ordinari<sup>191</sup>.

La difesa si articolava in una commistione di tre *poison pills*:

1. OPS<sup>192</sup> di azioni ordinarie *Telecom* contro il 100% del flottante (tra azioni ordinarie e di risparmio) di *Tim*;
2. Conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie;
3. Riacquisto di azioni proprie (*buy-back*) nei limiti del 10% del capitale. Per fare ciò, era prevista la raccolta di capitale di debito per circa 10 miliardi di euro.

Tali misure erano mirate a:

- Ridurre le azioni in circolazione;
- Vendere il 10% del capitale (corrispondenti alle azioni proprie riacquistate) ad un “cavaliere bianco”;
- Aumentare il livello d'indebitamento di *Telecom*, in modo da rendere più difficile lo sfruttamento delle leve finanziarie: condizione necessaria per l'operazione di *leveraged* è un ridotto ammontare di debito della società *target*;

---

<sup>189</sup> Fu proprio l'inserimento della condizione (l'offerta è valida solo in caso di successo dell'operazione con *Mannesmann*) a rappresentare la causa che ha indotto la Consob a rigettare la comunicazione; a tal proposito, ricordo che: “l'efficacia dell'offerta non può essere sottoposta a condizioni che dipendono dalla mera volontà dell'offerente”. La suddetta clausola di efficacia dell'offerta fu sostituita, trovando parere favorevole della Commissione, dalla possibilità di far decadere l'offerta se avesse trovato attuazione la proposta di *Bernabè* (*AD* di *Telecom Italia*), vale a dire la promozione di un'Opa su *Tim*. Per approfondire gli elementi essenziali dell'offerta si rimanda al comunicato inviato da *Olivetti* alla Consob, alla Borsa Italiana S.p.a. ed a *Telecom*; visionabile nella versione integrale su <http://www.repubblica.it/online/fatti/teleco/doc/doc.html>.

<sup>190</sup> Le ragioni sono facilmente comprensibili: tra le finalità dell'offerta c'è la volontà di rinnovare la gestione di *Telecom*, applicando la stessa di *Olivetti*, la quale presentava notevoli elementi di successo (come si poteva dedurre dalle *performance* aziendali e, di conseguenza, del titolo); cito testualmente dalla comunicazione: “l'offerta permetta agli azionisti di *Telecom* di realizzare un valore significativo per le proprie azioni (...); la propria strategia, applicata con successo a *Telecom*, consentirà alla stessa di poter partecipare alle importanti sfide della globalizzazione dei mercati in una posizione di forza”. Il conflitto d'interesse degli amministratori, di cui si è tanto parlato nelle pagine precedenti, pertanto, trova in questo contesto la sua massima espressione.

<sup>191</sup> Come si può facilmente intuire, siamo prima delle modifiche apportate al testo unico, a seguito delle quali, tra le altre, venne annullato il *quorum* del 30%.

<sup>192</sup> Strumento mediante il quale una società offre al mercato azioni di nuova emissione, frutto di un aumento del capitale sociale.

- Generare un aumento della domanda di titoli, e di conseguenza, un incremento del prezzo, con lo scopo di rendere più costosa la scalata<sup>193</sup>.

L'annuncio di tale schema difensivo non mostrò un'approvazione da parte del mercato, il quale sembrava cominciare ad assaporare i possibili effetti di un eventuale successo di *Olivetti*.

All'ordine del giorno dell'assemblea fissata per il 10 aprile, c'è, oltre allo schema difensivo, anche un piano industriale 1999-2002, che si proponeva, tra le altre:

- il raggiungimento del ROI<sup>194</sup> ad un livello del 18%;
- una crescita del MOL<sup>195</sup> dell'8%;
- integrazione fisso – mobile, con l'obiettivo di raggiungere entro il 2002, circa 25 milioni di clienti nel mobile e 3 milioni di clienti Internet;
- razionalizzazione del personale (diminuzione intorno alle 40 mila unità);
- investimenti per 41.500 miliardi (42% nel fisso, 18% nel mobile, 40% nella trasmissione dati);
- dimissioni (Sirti, Finsiel, Italtel, Seat, Stream, Meie)<sup>196</sup>.

Ecco che, a circa 10 giorni da quella che fu definita “la madre di tutte le assemblee”, *Olivetti* –Tecnost continuò a dare filo da torcere alla società *target*, aumentando il prezzo offerto (da 10 € a 11,5 €) e cambiando in parte la struttura dell'offerta.

Subito dopo accadde un evento che, in prima analisi, potrebbe sembrare folle, ma che, in realtà, è degno del migliore stratega e soprattutto dimostra un'accurata conoscenza del mercato: *Olivetti* vendette 1 milione di azioni ordinarie di *Telecom* già in suo possesso. Siamo di fronte alla cessione delle azioni per le quali si è lanciata un'offerta pubblica di

---

<sup>193</sup> In realtà, la semplice diffusione al mercato dell'offerta, ha indotto un incremento della quotazione del titolo, superando il prezzo offerto.

<sup>194</sup> Il *Return On Investment* esprime la percentuale di ritorno di un investimento; esso è dato dal rapporto tra Reddito Operativo e Capitale Investito.

<sup>195</sup> Il Margine Operativo Lordo (in inglese, noto con l'acronimo EBITDA) rappresenta il risultato lordo della gestione ordinaria (Ricavi – Costi), prima di considerare la gestione finanziaria (interessi), gli ammortamenti, e le imposte.

<sup>196</sup> A questi interventi, ed a molti altri, si contrapponeva il piano di Colaninno, che prevedeva:

- Crescita media annua dell'EBITDA del fisso e del mobile (4% e 8%);
- Raggiungimento di circa 3 milioni di clienti Internet entro il 2002;
- Razionalizzazione del personale (riduzione intorno alle 19 mila unità);
- Investimenti per 26.500 miliardi in tre anni;
- Dimissioni per 16.000 miliardi.

acquisto; lo scopo? Evitare che il titolo Telecom continuasse a salire, ed a superare, nuovamente, il prezzo offerto<sup>197</sup>.

Si arriva al 10 di aprile, e Bernabè (in qualità di AD di *Telecom*) dovette utilizzare tutte le arti persuasive a sua disposizione per convincere gli azionisti, in particolare gli investitori istituzionali stranieri<sup>198</sup>, che pesavano per una quota considerevole del capitale (38%), ad approvare le manovre difensive, ed *in primis*, in quanto condizione necessaria per la delibera, a partecipare all'assemblea.

Al tavolo potevano sedersi: investitori istituzionali italiani (13%); Ministero Tesoro e Banca d'Italia (6%); dipendenti del gruppo (2%); azionariato diffuso (34%); nucleo stabile<sup>199</sup> (7%) e, appunto, investitori stranieri. Purtroppo, si presentò solo il 22,3%, e di conseguenza, l'assemblea venne sciolta per mancato raggiungimento del *quorum* (fissato al 30%).

Sembrava che i giochi si fossero ormai conclusi con *Olivetti* avente la vittoria in pugno, quando Bernabè passò alla controffensiva.

➤ ... E LA BATTAGLIA CONTINUA ...

Il fallimento dell'assemblea fu percepito dal mercato come un'arresa di *Telecom* alla forza di *Olivetti*, a seguito della quale non restava altro che aspettare il “passaggio del testimone” alla società di Ivrea.

Bernabè, al contrario, si rimise subito a studiare altre manovre che potessero “mettere k.o.” i due soci; non tardò, infatti, il ricorso ad una tecnica difensiva molto diffusa: la ricerca del “*white knight*”.

L'AD di Telecom, prospettò anche due alternative al “cavaliere bianco”:

1. *Vertenza legale*, che avrebbe, però, generato un forte contrasto con gli investitori, col rischio di un abbandono di massa del titolo;
2. *Ridisegnare un nuovo piano industriale*, per il quale sarebbe stata necessaria una coalizione di tutto il nucleo stabile; quest'ultimo, invece, sembrava più occupato alla preparazione del processo di internazionalizzazione in atto, piuttosto che all'Opa di *Olivetti*.

---

<sup>197</sup> Era stato previsto, infatti, che a seguito delle voci di rilancio, la quotazione continuasse a salire.

<sup>198</sup> Gli investitori mostrarono un forte interesse per la proposta di Gnutti e Colaninno, viste le elevate prospettive di guadagno e di plusvalenze che ponevano sul piatto.

<sup>199</sup> Composto da banche, assicurazioni e, come già detto, dalla IFIL degli Agnelli.

La difficile attuazione delle precedenti strategie, indusse l'AD ad andare alla ricerca di una società che salvasse il *management* di *Telecom*, facendo attenzione al fantasma della "golden share" che era dietro l'angolo.

Dopo molteplici incontri e tavole rotonde con le principali compagnie di comunicazione, Bernabè riuscì a convincere la concorrente teutonica (DT) ad accettare una fusione con la società italiana, ed in data 16 aprile, annunciò la creazione di una nuova società tedesca derivante dalla fusione delle due imprese europee.

Nonostante la presenza di un'alternativa allettante, il mercato non diede fiducia all'Amministratore del "nocciolino"; gli operatori, infatti, vedevano nella proposta di *Olivetti* maggiori plusvalenze e più elevate prospettive di crescita.

Le motivazioni di questo ennesimo insuccesso di Bernabè vanno ricercate nel peso della "golden share"<sup>200</sup>, e nei mancati guadagni che la fusione con DT avrebbe apportato agli azionisti, almeno nel breve periodo. Gli investitori, difatti, ritenevano che gli introiti derivanti dall'accettazione dell'offerta erano sicuramente più immediati e certi, rispetto alle plusvalenze di lungo periodo derivanti dalla fusione<sup>201</sup>.

➤ *THE WINNER IS ....*

Il 30 aprile 1999 è la data fissata dalla Consob per iniziare l'operazione, non resta che attendere la risposta del mercato; la Commissione fissò la data di chiusura al 21 maggio.

Il giorno prima che il mercato si potesse pronunciare, Bernabè, nella consapevolezza che sarebbe stato l'ultimo discorso da AD di *Telecom*, ribadì il dissenso all'acquisizione del controllo di *Olivetti* sulla "sua" società, e dichiarò, tra le altre: "*quest'Opa è dannosa perché indebita la società. (...) Se all'Opa aderirà il 100% del capitale sarà meglio portare i libri in tribunale. Se aderirà il 67%, ciò avverrà tra qualche anno: un'azienda che oggi guadagna 5.000 miliardi ne perderà 1.000 all'anno per pagare i debiti. Se l'Opa ha successo, il passaggio del controllo di Telecom potrà avvenire attraverso la cessione di una scatola cinese*<sup>202</sup>, (...) e poi il leverage buy-out è illegale come ha sentenziato recentemente la magistratura (...). Leggo che altre Opa devono essere fermate perché

---

<sup>200</sup> Si riteneva, infatti, che il Governo italiano non avrebbe mai accettato di vendere una società così rilevante per il nostro paese, cedendola al Governo Tedesco, il quale era presente nell'azionariato di DT per il 40%.

<sup>201</sup> Tale atteggiamento degli investitori è perfettamente coerente con gli studi della *behavioral finance* (finanza comportamentale), dai quali risulta una preferenza nei confronti di guadagni immediati piuttosto che di quelli futuri, anche se questi ultimi dovessero risultare più elevati.

<sup>202</sup> Cosa s'intende per scatola cinese e perché ha un'accezione negativa, sarà oggetto di analisi nel prossimo capitolo.

vanno contro gli interessi di stabilità del Paese: quando si doveva partecipare alla nostra assemblea, mi è stato spiegato che la contendibilità è il valore da privilegiare. (...) La passivity rule è un guaio: da due mesi e mezzo siamo paralizzati dal nostro concorrente. (...) Se l'Opa avrà successo, pazienza. Ma attenzione: se avranno meno del 51%, non li iscriveremo a libro soci e vedremo che cosa succederà”.

Sono queste le parole di un *manager* che continua nella sua battaglia, che insiste grazie all'ultimo, sfocato barlume di speranza che, da lì a poco, sarà destinato a spegnersi.

Quando si aprì ufficialmente l'operazione, il successo di Colaninno non sembrò così scontato, in quanto gli investitori attesero fino all'ultima ora prima di manifestare la loro reale adesione<sup>203</sup>. Al termine del tempo prestabilito, tuttavia, *Olivetti* raggiunse il 51,02%, e ben presto, dichiarò di controllare il 55% del capitale di *Telecom*.

Sono passati diversi mesi dalla dichiarazione di guerra della *Olivetti* su *Telecom*, periodo durante il quale entrambe le società hanno messo in campo tutto il loro ingegno per battere l'avversario<sup>204</sup>; la disputa vede vincitori Colaninno e Gnutti, che sono riusciti a realizzare, probabilmente senza rendersene conto, la più grande scalata che l'Europa abbia mai visto, nonché una delle maggiori al mondo<sup>205</sup>.

---

<sup>203</sup> Si realizzò una crescita esponenziale delle adesioni, man mano che il tempo passava e la scadenza si avvicinava: a due giorni dalla chiusura *Olivetti* possedeva il 9,03% del capitale; per poi passare al 19,99% dopo un giorno; ed infine, nell'ultima ora, arrivò prima al 44%, per poi concludere al 51,02%. Come si può facilmente intuire dalla percentuale di adesioni, all'offerta aderì anche il nucleo stabile.

<sup>204</sup> Si tenga presente che Bernabè si trovò, ad un certo punto, da solo a combattere contro i due agguerritissimi soci, i quali avrebbero messo in campo qualunque arma pur di dar attuazione alla loro mira espansionistica.

<sup>205</sup> È necessario precisare, che la battaglia è stata più complessa di come esposto in queste pagine; tuttavia, il mio intento, nella speranza di esserci riuscito, era quello di riassumere le tappe fondamentali di una guerra senza esclusione di colpi, che ha rappresentato l'emblema delle Opa ostili e che, ai fini del mio elaborato, ha dato riscontro pratico a quanto detto nel presente capitolo. Per comprendere, in maniera più ampia, chi furono realmente gli sfidanti, con una spiegazione meticolosa di tutti gli avvenimenti (potendo dare uno sguardo all'andamento dei titoli dal primo giorno fino all'ultimo), ed infine, arrivare alla composizione del gruppo *Olivetti – Telecom post - OPA*, si rimanda a M. DALLOCCHIO – G. LUCCHINI, *L'Opa ostile, il caso Olivetti – Telecom*, cit., pag. 35 e ss. Quanto esposto nel presente paragrafo è tratto, oltre che dal volume già citato, anche da AA.VV., *Principi di finanza aziendale*, cit., pagg. 780 - 788. In conclusione, per un resoconto delle date con i relativi avvenimenti caratterizzanti la vicenda, si rinvia ad una “ rassegna ” del Corriere della Sera, consultabile direttamente al seguente indirizzo: <http://www.corriere.it/Pop-up/telecom.shtml>.

## CAPITOLO TERZO

# L'OPA COME VEICOLO PER LE SCALATE SOCIETARIE

Abbiamo avuto modo di verificare, nel corso dei primi due capitoli, quali possono essere le ragioni che spingono una società a volerne acquisire un'altra, e soprattutto, il perché ciò venga fatto tramite il ricorso ad una procedura così onerosa (soprattutto in termini informativi e di controllo) come quella delle Offerte Pubbliche d'Acquisto<sup>206</sup>.

Tra l'insieme (non limitato) delle motivazioni che possono essere presentate, vi è sicuramente la volontà di espandere la propria società acquisendone un'altra (ponendo in essere una vera e propria scalata societaria): la società *target* può essere inglobata dall'acquirente (tramite, ad esempio, un'operazione di fusione), oppure rimanere un'entità distinta, ma non più indipendente, poiché entrerebbe, a tutti gli effetti, in una catena di controllo; quest'ultima, vedrà al vertice la *holding* (società emittente), e al disotto le imprese controllate, che, a loro volta, possono essere controllanti di altre società (*subholding*). Questa struttura, caratteristica dei grandi gruppi, prende il nome di piramide societaria.

Per meglio comprendere le pagine che seguono, con riferimento ai problemi *antitrust*, e alla creazione di scatole cinesi, che ne possono derivare, si osservi il seguente schema:

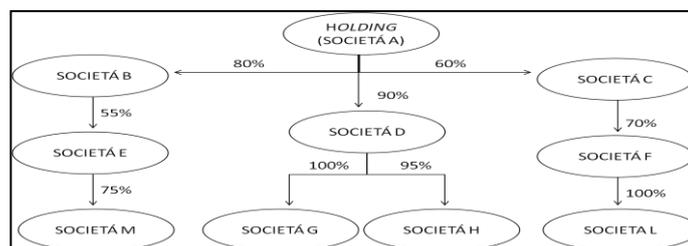


FIGURA 1: ESEMPIO DI PIRAMIDE SOCIETARIA<sup>207</sup>

<sup>206</sup> Per l'occasione, possiamo riassumere le motivazioni nel modo seguente:

- Il lancio dell'Opa è la modalità ritenuta economicamente più conveniente per l'acquisizione della *target* (basti pensare, fra tutti, ai già citati "costi" di ricerca della controparte, che sorgerebbero utilizzando un'altra tecnica);
- Il ricorso all'offerta, così come disposta dal T.U.F., è obbligatorio al verificarsi di determinate condizioni.

<sup>207</sup> Questo, è un esempio, in una versione molto semplificata, di come può essere articolata una catena di controllo, e quindi, dei legami societari che ne possono derivare.

L'esempio, seppur di una grande semplicità, è adatto al nostro scopo: esso permette di comprendere come, tramite una serie di acquisizioni, si possa generare un meccanismo di controllo "a cascata", idoneo a consentire ad una sola *holding* di controllare direttamente alcune società (che nel nostro esempio sono B, C e D), ma allo stesso tempo, di esercitare un'influenza dominante, seppur indirettamente, nei confronti di altre imprese (per mezzo delle partecipazioni detenute dalle sue controllate)<sup>208</sup>.

L'Opa, in quanto modalità di acquisizione di controllo, consente la realizzazione di tali strutture societarie, o, in ogni caso, il compimento di un processo di concentrazione aziendale; quest'ultimo, se da un lato, può risultare fonte di sviluppo e di sopravvivenza per le imprese (soprattutto in un mercato fortemente competitivo), dall'altro, quando tale concentrazione dovesse raggiungere livelli "allarmanti" (ovvero, in mercati poco concorrenziali), può generare una distorsione degli equilibri di mercato, e pertanto lesiva degli interessi dei risparmiatori/consumatori, in quanto a discapito della libera concorrenza<sup>209</sup>. Il verificarsi di tale circostanza porterà ad un necessario, ed inevitabile, intervento dell'*Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato* (AGCM).

Questo aspetto, nella tematica che ci riguarda, assume una notevole rilevanza, quando, l'acquisizione del controllo, è mirata ad una mira espansionistica, giustificata non da una volontà di sviluppo societario (operazione che, ad un certo punto della vita aziendale, è fondamentale per la sopravvivenza), ma che trova la sua *ratio* in un atteggiamento aggressivo nei confronti del mercato, con il fine ultimo di realizzare una posizione dominante, operando poi come un monopolista; tale atteggiamento, all'interno di un mercato competitivo, va oltre "il libero gioco delle parti". Pertanto, quando l'Opa diventa veicolo per tali finalità, l'intervento delle Autorità<sup>210</sup> non può essere limitato al solo rispetto degli artt. del T.U.F.<sup>211</sup>, ma necessita di un controllo che si estenda alle tematiche *antitrust*.

L'obiettivo del presente capitolo è proprio quello di comprendere fin dove si possono spingere i fenomeni della concentrazione, della creazione di gruppi societari e di strutture

---

<sup>208</sup> Il modo con cui tale influenza può essere esercitata, anche nei confronti di società non controllate direttamente, sarà più chiaro leggendo le pagine che seguono.

<sup>209</sup> Con questa affermazione non voglio dire che assicurare un regime di libera concorrenza sia la sola fonte di garanzia dei consumatori, ma che sicuramente è una via idonea a generare quel livello di concorrenzialità atto ad evitare che, l'esercizio di un eccessivo potere di mercato da parte di pochi soggetti, vada a discapito del consumatore, potendo consentire comportamenti (come ad. es. prezzi elevati, scarsa diversificazione di prodotti, etc.) che limitino la possibilità di scelta di quest'ultimo.

<sup>210</sup> Con esse intendo Consob, AGCM e Banca d'Italia; quest'ultima, interviene, o meglio interveniva, quando l'Opa coinvolge le banche (vedi *infra*).

<sup>211</sup> Il cui rispetto è necessario per una corretta offerta pubblica (in termini procedurali, e quindi di validità dell'operazione), dove il controllo sappiamo essere di competenza della Consob.

piramidali: l'Opa, se non utilizzata per scopi anti-concorrenziali, può e deve essere incentivata anche dal pubblico potere, perché ritenuta un'operazione importante per lo sviluppo economico. Tuttavia, bisogna fare attenzione, affinché tali azioni non si traducano in comportamenti "elusivi" delle regole del libero mercato, e non generino pertanto risultati opposti.

### **3.1 OPA E CONCENTRAZIONI: L'INTERVENTO DELL'ANTITRUST**

L'offerta pubblica di acquisto non può essere catalogata come una semplice modalità di acquisizione di società, bensì è un'operazione che porta con sé tutta una serie di conseguenze giuridiche, e di effetti economici non trascurabili.

L'Opa può essere identificata, in *extrema ratio*, come un'operazione che incide non solo sulle sorti delle aziende coinvolte, ma anche sull'"interesse pubblico": l'importanza di un buon funzionamento del mercato del controllo, ma anche del mercato nella sua totalità, ha effetti rilevanti sugli interessi del piccolo risparmiatore/consumatore, e ciò è dovuto, essenzialmente, al "routinario" cambiamento del *management* aziendale, che accompagna l'ottenimento del controllo di una nuova società<sup>212</sup>.

Sugli effetti idiosincratici e sistemici delle Opa ci siamo già soffermati nel corso del primo capitolo; tuttavia, è d'obbligo un *focus* su come le offerte pubbliche possano essere fonte di legami societari e, pertanto, rappresentare una strada percorribile per la creazione di gruppi, e per la crescita societaria.

Un gruppo può essere costituito essenzialmente in due modi, a seconda che segua uno:

1. SVILUPPO INTERNO: quando da una società se ne ricavano altre, mediante una vera e propria moltiplicazione di società;
2. SVILUPPO ESTERNO: quando si procede all'acquisizione di una società *target*, tramite l'ottenimento del pacchetto di controllo di quest'ultima (l'Opa, appunto).

È necessario precisare, che la crescita di un'impresa non si realizza soltanto con la nascita di un gruppo: una società può crescere mediante l'incremento delle vendite dei propri

---

<sup>212</sup> Queste riflessioni ci aiutano a comprendere perché la tematica Opa sia sempre oggetto di dibattiti e, di conseguenza, di continui cambiamenti.

prodotti sul mercato (crescita interna), oppure può avviare un processo di concentrazione con altre società, per mezzo di fusioni e acquisizioni (crescita esterna/Opa)<sup>213</sup>.

A questo punto è facile abbracciare l'ipotesi dell'Opa come importante, e quindi non trascurabile, strumento di concentrazione.

Per comprendere al meglio come ciò sia possibile, dobbiamo necessariamente fare riferimento al concetto di concentrazione, così come viene inteso dalle disposizioni in materia, e sul quale fa affidamento l'autorità preposta al suo controllo (AGCM).

Tuttavia, vorrei prima porre l'attenzione sull'importanza che hanno le norme sulla concorrenza, alla luce del legame tra queste ultime e la nostra carta costituzionale.

L'ingresso nel nostro sistema giuridico della legge n. 287/1990 (recante le "Norme per la tutela della concorrenza e del mercato"<sup>214</sup>) ha rappresentato un evento volto ad incidere in maniera significativa sui principi generali dell'ordinamento, affermando definitivamente il principio della libertà di concorrenza<sup>215</sup>.

Non a caso, il legislatore ha ritenuto necessario affermare, in maniera esplicita, come le norme *antitrust* interne costituissero norme di "*attuazione dell'articolo 41<sup>216</sup> della costituzione a tutela e garanzia del diritto di iniziativa economica*"<sup>217</sup>.

A tal proposito, l'interpretazione dell'art. 41 Cost., nell'ottica della legge 287, può essere riassunto nel modo seguente:

- *l'art. 41 riconosce un diritto soggettivo di iniziativa economica*<sup>218</sup>;
- *nell'iniziativa economica rientra anche l'attività concorrenziale*. Questo fa sì che il diritto della prima, si possa, per estensione, riconoscere anche alla seconda;

<sup>213</sup> Cfr. <http://www.agcm.it/concorrenza-competenza/operazioni-di-concentrazione.html>.

<sup>214</sup> Che ha istituito l'omonima autorità designata al vigilanza sul rispetto di tali disposizioni (Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato).

<sup>215</sup> Per comprendere tale affermazione, è opportuno precisare che, prima dell'approvazione della legge 287, l'assenza nel nostro ordinamento di una chiara affermazione della libertà di concorrenza, è dovuta a tutta una serie di problemi interpretativi e di legittimità costituzionale dell'art. 2596 del codice civile; tale questione, rientra in tematiche strettamente giuridiche di non semplice valutazione, e che possono essere, però, tranquillamente trascurate, tenuto conto della non rilevanza per le conclusioni dell'elaborato; lascio quindi al lettore più curioso tale approfondimento.

<sup>216</sup> Secondo il quale: "*l'iniziativa economica privata è libera. Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale, o in modo da arrecare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata ai fini sociali*".

<sup>217</sup> Come disposto dall'art. 1, comma 1, della stessa legge.

<sup>218</sup> Questa precisazione è d'obbligo, tenuto conto delle diverse interpretazioni, rispetto alle quali, c'è che ritiene che l'art. 41 garantirebbe uno stato di libertà economica, ma non anche un diritto soggettivo, al contrario di chi vede nell'art. 41 anche la tutela di un diritto soggettivo.

- *la concorrenza è riconosciuta come situazione di fatto socialmente utile. Questo risultato è di notevole rilevanza, in quanto, limita la libertà di iniziativa economica, qualora in contrasto con la dinamica concorrenziale; in tal caso, l'eccessiva libertà si riterrebbe lesiva dell'utilità sociale;*
- *la concorrenza, in quanto oggetto dell'iniziativa economica, è tutelata e garantita*<sup>219</sup>

Torniamo al concetto di concentrazione: ai sensi dell'art. 5 della legge n. 287/1990, *“l'operazione di concentrazione si realizza:*

- a) quando due o più imprese procedono a fusione;*
- b) quando uno o più soggetti in posizione di controllo*<sup>220</sup> *di almeno un'impresa ovvero una o più imprese acquisiscono direttamente od indirettamente, sia mediante acquisto di azioni e di elementi del patrimonio, sia mediante contratto o qualsiasi altro mezzo, il controllo dell'insieme o di parti di una o più imprese;*
- c) quando due o più imprese procedono, attraverso la costituzione di una nuova società, alla costituzione di un'impresa comune.”*

In un contesto capitalistico, come quello che caratterizza l'occidente, e pertanto anche l'Italia, la concentrazione societaria consente un aumento della competitività delle aziende, tanto da essere incoraggiata dai pubblici poteri<sup>221</sup>.

Difatti, in un contesto sempre più internazionale e competitivo, le imprese che non intendono soccombere sotto la morsa delle multinazionali (che godono di un potere di mercato di notevole rilevanza), si trovano costrette a fare i conti con un necessaria crescita, realizzabile solo tramite un adeguato processo di concentrazione. Siamo di fronte ad una fase di sviluppo inevitabile, affinché le imprese possano sopravvivere in un mercato concorrenziale, e non scervo di attacchi societari.

<sup>219</sup>Cfr. <http://www.agcm.it/component/content/article/22-interventi/4385-la-prospettiva-giuridica-caratteristiche-della-normativa-antitrust-e-sistema-giuridico-italiano.html>.

<sup>220</sup> La definizione di controllo che rileva ai fini di tale disposizione è quella dell'art. 2359 del codice civile, come disposto dall'art. 7, comma 1, della legge n. 287/1990, che alle fattispecie descritte dal codice aggiunge *“diritti, contratti o altri rapporti giuridici che conferiscono, da soli o congiuntamente, e tenuto conto delle circostanze di fatto e di diritto, la possibilità di esercitare un'influenza determinate sulle attività di un'impresa, anche attraverso:*

- a) diritti di proprietà o di godimento sulla totalità o su parti del patrimonio di un'impresa;*
- b) diritti, contratti o altri rapporti giuridici che conferiscono un'influenza determinante sulla composizione, sulle deliberazioni o sulle decisioni degli organi di un'impresa.”* Per approfondimento si rimanda allo stesso articolo.

<sup>221</sup> Tale incoraggiamento si riscontrò soprattutto nelle prime fasi dello sviluppo del “capitalismo occidentale”.

L'Opa, se promossa per avviare un'espansione societaria, con gli obiettivi sopra esposti, permette un'ottimizzazione delle risorse, una razionalizzazione della produzione e della distribuzione, conducendo a quelle sinergie, che solo un mirato ed attento processo di acquisizioni e fusioni consentirebbe di raggiungere.

In definitiva, la conquista dei mercati, necessita di un certo livello di concentrazione aziendale, in modo da generare società sempre più ampie, che possano competere "ad armi pari" anche con i più grandi gruppi. Se così fosse, a giovarne non sarebbe solo la singola impresa in questione, ma l'intero benessere sociale, in quanto idoneo allo sviluppo di tutto l'assetto economico.

È opportuno notare, tuttavia, che non sempre questo fenomeno scaturisce da intenzioni così "altruistiche": le concentrazioni, soprattutto quelle di elevate dimensioni, sono mirate esclusivamente ad incrementare il profitto, con evidenti ripercussioni negative per i consumatori<sup>222</sup>.

Ed è proprio in tale circostanza, che si realizza il rovescio della medaglia di tale fenomeno.

Le concentrazioni, in quanto eventi a forte impatto economico, devono essere supervisionate dall'Autorità di competenza, la quale richiederà il rispetto delle norme previste in materia proprio a tutela dei consumatori.

A tal proposito, l'art. 6 della l. n. 287/1990, identifica il divieto di porre in essere operazioni di concentrazione restrittive della libertà di concorrenza: ai sensi di tale articolo, all'Autorità deve essere data preventiva comunicazione<sup>223</sup> delle operazioni di concentrazione "che comportino la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante sul mercato nazionale in modo da eliminare o ridurre in modo sostanziale e durevole la concorrenza"<sup>224</sup> (comma 1); ottenuta la comunicazione, l'Autorità valuta se

---

<sup>222</sup> Cfr. A. DE BLASIO, *La legge italiana sulle Opa e le normative europee ed Usa*, GIUFFRÈ, 1994, pagg. 16 e ss. Dal medesimo volume sono tratte le due modalità di creazione dei gruppi societari.

<sup>223</sup> Così come disposta dall'art. 16 del medesimo testo normativo, che fissa le soglie al verificarsi delle quali scatta l'obbligo di comunicazione; in particolare:

- a) "fatturato totale realizzato a livello nazionale dall'insieme delle imprese interessate sia superiore a cinquecento miliardi di lire; e qualora
- b) fatturato totale realizzato a livello nazionale dall'impresa di cui è prevista l'acquisizione sia superiore a cinquanta miliardi di lire.

Tali valori sono incrementati ogni anno di un ammontare equivalente all'aumento dell'indice del deflatore dei prezzi del prodotto interno lordo". Testo così come modificato dall'art. 5-bis del d.l. 1/2012.

<sup>224</sup> Lo stesso articolo precisa che "tale situazione deve essere valutata tenendo conto delle possibilità di scelta dei fornitori e degli utilizzatori, della posizione sul mercato delle imprese interessate, del loro accesso alle fonti di approvvigionamento o agli sbocchi di mercato, della struttura dei mercati, della situazione competitiva dell'industria nazionale, delle barriere all'entrata sul mercato di imprese concorrenti, nonché dell'andamento della domanda e dell'offerta dei prodotti o servizi in questione".

l'operazione in questione generi o meno le conseguenze sopra esposte, e, pertanto, *“vieta la concentrazione ovvero l'autorizza prescrivendo le misure necessarie ad impedire tali conseguenze”* (comma 2).

Il concetto di posizione dominante è strettamente legato alle vendite<sup>225</sup>, e alle caratteristiche economiche del mercato: un'impresa detiene una posizione dominante quando riesce ad operare in modo essenzialmente indipendente dal comportamento di concorrenti, fornitori e consumatori. Come precisato dalla stessa Autorità, l'esistenza di un'impresa di elevate dimensioni non distorce di per sé il mercato, al contrario, può essere fonte di efficienza; la legge, difatti, non vieta la posizione dominante, ma il suo abuso<sup>226</sup>.

Quanto appena detto è facilmente comprensibile leggendo il dettato normativo, ed in particolare l'art. 3 della legge n. 287/1990, che appunto vieta *“l'abuso da parte di una o più imprese di una posizione dominante all'interno del mercato nazionale o in una sua parte rilevante”*; inoltre, a questo veto generale, aggiunge il divieto di:

- a) *“imporre direttamente o indirettamente prezzi di acquisto, di vendita o altre condizioni contrattuali ingiustificatamente gravose;*
- b) *impedire o limitare la produzione, gli sbocchi o gli accessi al mercato, lo sviluppo tecnico o il progresso tecnologico, a danno dei consumatori;*
- c) *applicare nei rapporti commerciali con altri contraenti condizioni oggettivamente diverse per prestazioni equivalenti, così da determinare per essi ingiustificati svantaggi nella concorrenza;*
- d) *subordinare la conclusione dei contratti all'accettazione da parte degli altri contraenti di prestazioni supplementari che, per loro natura e secondo gli usi commerciali, non abbiano alcuna connessione con l'oggetto dei contratti stessi.”*

Leggendo le fattispecie sopra elencate, si nota che il *“fil rouge”* che caratterizza i comportamenti vietati dall'Autorità, è rappresentato da quelle azioni che solo un *“soggetto”* che detiene elevate quote di mercato (posizione dominante) può porre in essere, e che sono evidentemente lesive per i concorrenti e per i consumatori, facendo venir meno i benefici della libera concorrenza.

L'Autorità Garante valuta le concentrazioni in un'ottica *“strutturalista”*; tale processo valutativo si articola essenzialmente in 4 fasi:

---

<sup>225</sup> Un'impresa si trova in una posizione dominante all'interno di un determinato mercato, qualora ad essa fanno capo la maggior parte delle vendite.

<sup>226</sup> Cfr. <http://www.agcm.it/concorrenza-competenza/abuso-di-posizione-dominante.html>.

- 1) *Individuazione del mercato rilevante*. Aspetto fondamentale, dal quale dipende la distribuzione delle quote tra le società operanti nel mercato di riferimento;
- 2) *Attribuzione delle quote di mercato*. Fase preliminare alla valutazione degli effetti anticoncorrenziali derivanti dal lancio di un'Opa, a seguito della quale, dar vita ad operazioni di acquisizione e fusione;
- 3) *Valutazione della presenza di barriere all'entrata*. In questa fase, viene analizzata la possibilità di entrata nel mercato, da parte di nuove imprese ed in tempi rapidi: qualora, infatti, si trattasse di un mercato senza particolari difficoltà di ingresso di nuove società, la fusione non dovrebbe ritenersi lesiva della concorrenza, in quanto renderebbe impraticabile un duraturo incremento di prezzo, con un'attività concorrenziale che risulterebbe facilmente ricostruibile;
- 4) *Valutazione dei guadagni di efficienza*. Tale fase è rivolta all'individuazione degli effetti della concentrazione sul mercato, in particolare, viene valutato il sostanziale beneficio apportato ai consumatori, con riferimento ai prezzi, alla fornitura di eventuali nuovi prodotti e servizi; tutti aspetti che deriverebbero dalla concessione della fusione.

È opportuno notare, che tale processo valutativo, viene utilizzato dalla maggior parte degli ordinamenti; ciò nonostante, alcuni di questi, utilizzano criteri presuntivi (soglie predeterminate) di costituzione e rafforzamento della posizione dominante; altri, tra cui l'Italia, non si vincolano a dei valori predeterminati, anche se, ai fini della comunicazione preventiva, sono fissate delle soglie.

In tali processi, bisogna fare attenzione soprattutto quando si valuta il potere di mercato di una società: è stato dimostrato, che valutare l'attuale presenza del potere di mercato, è diverso dall'analisi previsionale di come, il successo di un'Opa, seguita poi da una fusione, possa incidere sulla distribuzione delle quote di mercato; quest'ultima, infatti, è volta a verificare le conseguenze che un'operazione di concentrazione, porterebbe nella distribuzione delle quote di mercato tra le società coinvolte<sup>227</sup>.

La teoria economica mostra diversi criteri di valutazione delle concentrazioni. Pur non essendo scopo dell'elaborato, per completezza cito due tra i più rilevanti metodi:

---

<sup>227</sup> Cfr. A. MANGANI – P. MARITI – A. MORI, *Alcuni sviluppi nell'analisi degli effetti anticoncorrenziali delle concentrazioni*, in "L'industria" 2/2001, pp. 277-312, doi: 10.1430/2340. Per approfondire le fasi, e per comprendere gli indici e i metodi di valutazione degli effetti delle concentrazioni, si rimanda a tale articolo.

- il criterio della *riduzione sostanziale della concorrenza*. Si mette a confronto l'equilibrio di mercato antecedente l'eventuale concentrazione, con quello successivo l'ondata di acquisizioni e fusioni. L'obiettivo è quello di andare a verificare gli effetti che tale cambiamento avrà sul benessere dei consumatori;
- criterio della *dominanza*. Quest'analisi, in un'ottica completamente diversa dalla precedente, osserva il *pool* di imprese attualmente operanti nel mercato, e valuta quale tipo di concentrazione tra queste porterebbe ad una loro dominanza; tale studio è mirato all'identificazione di quali operazioni non possono essere consentite<sup>228</sup>.

Chiusa questa parentesi sul processo valutativo, e ritornando alle disposizioni in materia, una volta ricevuta la comunicazione<sup>229</sup>, l'Autorità notifica (entro 5 giorni) l'operazione di concentrazione al Presidente del Consiglio dei Ministri ed al Ministro dell'Industria, del commercio e dell'artigianato (art. 16, comma 2). L'ulteriore obbligo informativo, questa volta però a carico della stessa Autorità, è dovuto al potere riconosciuto al Presidente del Consiglio che, su proposta del Ministro dell'Industria, del commercio e dell'artigianato, può, in casi eccezionali, autorizzare un'operazione di concentrazione che sarebbe altrimenti vietata ai sensi dell'art. 6; tale deroga alla disposizione generale, può essere esercitata, qualora vengano riscontrati "*rilevanti interessi generali dell'economia nazionale nell'ambito dell'integrazione europea*", purché "*non comportino la eliminazione della concorrenza dal mercato o restrizioni alla concorrenza non strettamente giustificate dagli interessi generali protetti*" (art. 25, comma 1)<sup>230</sup>.

Tuttavia, in linea generale, se l'operazione viene ritenuta restrittiva della libertà di concorrenza (come previsto dall'art. 6), l'Autorità ha 30 giorni (dal ricevimento della comunicazione o dal momento in cui ne abbia avuto conoscenza) per avviare l'istruttoria<sup>231</sup>, ovvero, qualora quest'ultima non sia ritenuta necessaria, deve dare

---

<sup>228</sup> Cfr. M. GRILLO – L. MAGNANI, *Valutazione antitrust delle concentrazioni in mercati oligopolistici*, in "Mercato Concorrenza Regole" 1/2004, pp. 217-238, doi: 10.1434/13243.

<sup>229</sup> L'obbligo di comunicazione investe i soggetti che pongono in essere operazioni di acquisizione o comunque un processo di concentrazione, e che in tal modo superano le soglie previste dall'art. 16, l. n. 287/1990.

<sup>230</sup> In ogni caso, l'Autorità indica "*le misure necessarie per il ristabilimento di condizioni di piena concorrenza entro un termine prefissato*".

<sup>231</sup> Disciplinata dall'art. 14, in base al quale "*l'Autorità può in ogni momento dell'istruttoria richiedere alle imprese, enti o persone che ne siano in possesso, di fornire informazioni e di esibire documenti utili ai fini dell'istruttoria; disporre ispezioni al fine di controllare i documenti aziendali ...; disporre perizie e analisi economiche e statistiche nonché la consultazione di esperti in ordine a qualsiasi elemento rilevante ai fini dell'istruttoria*" (comma 2). Per approfondire la fase d'istruttoria, si rimanda al medesimo articolo.

comunicazione alle imprese coinvolte ed al Ministro dell'Industria, del commercio e dell'artigianato “*delle proprie conclusioni nel merito*” (art. 16, comma 4).

A questo punto, delineato lo “scheletro” di quello che rappresenta l'attuale assetto normativo italiano in tema di *antitrust*, con particolare riferimento alle concentrazioni, non resta che comprendere quali siano i benefici privati legati alla nascita di piramidi, le quali, a seguito dei numerosi legami societari che ne derivano, consentono la creazione di quel fenomeno comunemente noto come “scatole cinesi”.

Il prossimo obiettivo è quello di comprendere cosa siano le scatole cinesi, gli effetti della loro attuazione, ed infine, cercare di analizzare l'esistenza o meno di disposizioni volte a regolarle.

## 3.2 L'ATTENZIONE ALLE “SCATOLE CINESI”

Prima di inoltrarci sulla spiegazione di un termine tanto strano, quanto però altamente rappresentativo del suo significato, ovvero le scatole cinesi, ritengo fondamentale un passo indietro per spiegare da dove è partito il sistema della *corporate governance* italiana, per riuscire a comprendere come siamo arrivati alla creazione di scatole cinesi, dalle quali possono scaturire problemi di liceità di non poca rilevanza.

La concentrazione azionaria è un aspetto emblematico del nostro paese: l'esercizio del controllo è affidato a soggetti legati da vincoli contrattuali e familiari, ed è proprio il mancato ricorso al capitale azionario diffuso, che ha indotto alla nascita di gruppi piramidali per la crescita delle aziende italiane.

È facile comprendere come tali strutture siano idonee all'estrazione di elevati benefici privati, i quali sono la diretta conseguenza dell'esercizio del controllo nelle mani di poche “eletti”.

Se questo è vero, non possiamo trascurare che a consentire lo sviluppo del bel Paese, è stato proprio il ricorso a tale tipologia di governo societario, nella quale, piramidi, legami societari, rapporti di parentela, sono state fonti di stabilità; elemento quest'ultimo fondamentale per la sopravvivenza (Pardolesi e Portolano 2001).

La *corporate governance* italiana si contrappone con quella caratteristica di altri paesi, pur non essendo le piramidi una struttura esclusivamente nostrana. La proprietà accentrata presenta punti di forza ma anche di debolezza, come qualunque altro schema a lei contrapposta, in particolare la proprietà diffusa.

Il limite principale è sicuramente la mancanza di competitività delle nostre imprese (soprattutto nel lungo periodo), le quali sono costrette a misurarsi con società di elevatissime dimensioni; quest'ultime, mediante un ricorso esterno (in particolare all'indebitamento bancario) per reperire l'ingente capitale necessario, riescono ad attuare l'inevitabile sviluppo societario a cui, prima o poi, tutte le imprese devono sottostare se vogliono sopravvivere.

Ciò nonostante, due attenti giuristi, Pardolesi e Portolano, hanno avuto modo di evidenziare il loro apprezzamento nei confronti del modello italiano, riscontrando in esso

una forte capacità di seduzione: l'esercizio del controllo da parte di uno o più soggetti, consente di dare un volto al proprietario della società; ciò porta con sé una maggiore fiducia nei confronti dell'impresa, anche perché, nei casi peggiori, si riesce ad identificare qualcuno a cui imputare le responsabilità.

Completamente opposte sono le peculiarità del modello ad azionariato diffuso: presenza innumerevole, talvolta anche difficilmente identificabile, di azionisti, e soprattutto un *management*, che non si limita ad esercitare il suo ruolo di gestore della società, ma che esibisce un potere rilevante nell'impresa, alla stregua del proprietario; ciò conduce, in *extrema ratio*, ad un danno del risparmiatore, e comunque dei soggetti più deboli<sup>232</sup>.

Altri due elementi da non sottovalutare, in quanto definiscono una linea di demarcazione tra i due sistemi di *governance*, sono il *risk bearing* (sopportazione del rischio) e il *management* dei processi decisionali: in Italia, la gestione e il rischio sono nella mani dei medesimi soggetti, responsabili in solido a seguito dei legami societari e familiari. Le strutture piramidali quindi se da un lato possono risultare fonte di sicurezza, dall'altro, garantendo un elevato grado di separazione tra proprietà e controllo, non consentono quel necessario processo di diversificazione dell'investimento, necessario per la riduzione del *firm specific risk*<sup>233</sup>. Con ciò, riusciamo in parte a spiegare perché al vertice della catena di controllo, vi siano, nella maggior parte dei casi, soggetti con ingenti disponibilità economiche, unici in grado di detenere partecipazioni significative.

Quanto detto, porta con sé le ragioni del mancato sviluppo del mercato del controllo societario italiano, in quanto la ristretta rosa dei potenziali azionisti in grado di posizionarsi a capo delle società italiane, incide negativamente sulla competitività all'interno del mercato stesso.

È proprio il mancato sviluppo di tale mercato, che induce ad affermare l'importanza delle Opa e soprattutto di quelle ostili: esse rappresentano il giusto strumento per spostare gli assetti italiani, ancora saldamente ancorati alle origini, verso strutture maggiormente competitive, che solo un cambiamento dei soggetti al vertice può consentire.

L'evidenza empirica sembra avallare tali affermazioni: è stato dimostrato che le offerte ostili apportano dei guadagni (in termini di efficienza e di sviluppo) alle società coinvolte, in quanto generano una dinamicità del mercato, che induce gli operatori (primi fra tutti i

---

<sup>232</sup> Si pensi, fra tutti, agli azionisti di minoranza.

<sup>233</sup> A sua volta, la mancata copertura del rischio incrementerà i costi legati alla sua sopportazione, rendendo la ricerca del capitale sempre più difficile.

*manager*) ad agire in modo efficiente se non vogliono essere “spodestati”; al contrario, invece, di coloro che tendono ad evidenziare solo gli aspetti negativi del fenomeno<sup>234</sup>.

Spero di non essere partito troppo da lontano, ma spiegare le motivazioni della presenza in Italia di gruppi piramidali, mi consente “per transitività” di giustificare l’esistenza delle scatole cinesi, in quanto, le piramidi societarie, rappresentano un termine più elegante per identificare un fenomeno (quello delle scatole cinesi, appunto), strettamente correlato ad esso; in finanza, tale meccanismo, consente l’esercizio del controllo di numerose società con un piccolissimo investimento iniziale, rendendo tale tematica fonte di numerosi dibattiti, soprattutto per quanto riguarda la sua liceità.

Non resta, quindi, che comprendere cosa la letteratura economica e finanziaria intenda con tale termine: per “scatole cinesi” s’intende quel fenomeno presente nel mercato azionario, per cui l’attivo di una società quotata è in misura prevalente rappresentato da partecipazioni di controllo di un’altra (o di tante altre) società quotata(e). La creazione di queste catene societarie consente di massimizzare lo sfruttamento della c.d. “leva azionaria”, attraverso la quale, è possibile controllare una società con un investimento nettamente inferiore, a quello che risulterebbe necessario, se si volesse acquisire la quota di maggioranza<sup>235</sup>.

Dunque, l’elemento caratterizzante, dal quale scaturiscono le numerose problematiche che presto affronteremo, è la possibilità di controllare innumerevoli società con un esborso non elevato, che talvolta, man mano che le catene si allungano, diventa addirittura irrisorio.

Riprendiamo l’esempio fatto ad apertura del capitolo:

- la *holding* (società A) controlla le società B, C e D, detenendo rispettivamente l’80%, il 60% e il 90% del capitale;
- la società B controlla (col 55%) la società E, a sua volta controllante di M (col 75%);
- la società D controlla G ed H (col 100% ed il 95%); ed infine
- la società C controlla la F col 70%, che a sua volta è controllante di L al 100%.

---

<sup>234</sup> Quanto appena detto, comprese le caratteristiche dei modelli di *corporate governance* sono tratte da R. PARDOLESI – A. PORTOLANO, *All’ombra delle piramidi. Appunti su OPA, governo societario e concorrenza tra ordinamenti*, in “Mercato Concorrenza Regole” 1/2004, pp. 217-238, doi: 10.1434/13243. Per approfondimento si rimanda allo stesso.

<sup>235</sup> Cfr. A. TANTAZZI (ex Presidente della Borsa Italiana S.p.A.), *Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*, Roma, 10 febbraio 2004, pag. 28; diretta mente consultabili all’indirizzo [http://www.borsaitaliana.it/old/pdf/it/subsite/mediacentre/comunicatistampa/040210audizioneborsa\\_pdf.htm](http://www.borsaitaliana.it/old/pdf/it/subsite/mediacentre/comunicatistampa/040210audizioneborsa_pdf.htm).

Il meccanismo che sta alla base del controllo a catena, e quindi delle scatole cinesi, è noto come demoltiplicazione del capitale investito<sup>236</sup>, che applicato all'esempio, funziona nel seguente modo (per semplicità di trattazione, mi soffermo sul lato sinistro della catena<sup>237</sup>): supponiamo che il Sig. Verdi detenga il 51% della *holding*, e di conseguenza, in quanto azionista di maggioranza, controlla la società e riesce ad esercitare un'influenza dominante su quest'ultima. Tale influenza gli consente di deliberare l'acquisto della società B; pertanto, l'azionista di maggioranza della società B non è altro che la società A; quest'ultima, a sua volta, spinge la società B ad acquisire la società E, e così via ... Come possiamo facilmente intuire, l'azionista di maggioranza di A, con un solo esborso iniziale (grazie al quale riesce a controllare la *holding*), controlla indirettamente, per l'appunto con il meccanismo delle scatole cinesi, le società B, E ed F.

Pertanto, il Sig. Verdi controlla A al 51%, B al 40%, E al 22% ed infine F al 16,5%<sup>238</sup>, tutto questo con un solo esborso iniziale sicuramente inferiore rispetto a quanto stia effettivamente controllando. Applicando questo meccanismo a catene molto lunghe, si può arrivare al controllo di alcune società possedendo il 2% o l'1% del capitale.

Inoltre, bisogna notare, che quando si acquista una società, ad esempio la società E, non è il Sig. Verdi ad esborsare l'intera somma, ma sarà la società nella sua interezza, e quindi, anche gli azionisti di minoranza<sup>239</sup>; tutto questo, si ripeterà, in maniera sempre più incisiva, con l'avanzamento della catena<sup>240</sup>.

Si arriva a delineare una struttura proprietaria che consente il controllo ad azionisti di minoranza (tornando all'esempio, il Sig. Verdi, è azionista di minoranza di E, ma esercita lo stesso il controllo su di essa); tali apparati sono ritenuti meno efficienti di quelli che si configurano come "una testa un voto"<sup>241</sup>. Tutto questo, senza contare poi, che se le

---

<sup>236</sup> È un meccanismo che scatta automaticamente nel momento in cui si costruisce una catena societaria, in quanto è frutto di risultati matematici.

<sup>237</sup> Vale a dire la catena di controllo tramite la società B.

<sup>238</sup> Le percentuali sono state ottenute, molto semplicemente, moltiplicando la quota che Verdi ha nella società A, con il pacchetto detenuto da A in B, da B in C, e così via ...; un esempio, fra tutti: il Sig. Verdi detiene il 40% di B ottenuto come il prodotto del 50% (che è quanto detiene nella *holding*) con l'80% (che rappresenta quanto capitale la società A detiene in B).

<sup>239</sup> Si ritiene che siano proprio gli azionisti di minoranza i soggetti maggiormente colpiti da tali strutture piramidali.

<sup>240</sup> Il funzionamento delle scatole cinesi è tratto da un articolo di stampa del 24/03/2013, di F. LEONE, *Le scatole cinesi in Borsa*, facilmente consultabile su <http://www.oltremedianews.com/la-domenica/la-domenica-economica-le-scatole-cinesi-in-borsa>. La spiegazione del meccanismo deriva da un riadattamento al mio esempio di quanto esposto nell'articolo.

<sup>241</sup> Nel senso che, con riferimento ad una società controllata da un'altra società, o magari da tante altre (a seconda di com'è posizionata all'interno della catena), la sua composizione azionaria risulterà sempre meno chiara, poiché l'esercizio dell'influenza dominante sta in realtà nelle mani della capogruppo, e talvolta, dell'unico proprietario di quest'ultima, non consentendo un'adeguata gestione: chi di fatto esercita il

controllate hanno nei loro bilanci debiti eccessivi, si verificheranno scalate a debito, che possono pregiudicare il futuro dell'azienda<sup>242</sup>.

Detto ciò, non stupisce il perché a tale fenomeno venga dato il nome di scatole cinesi: ricorda perfettamente il famoso rompicapo, che consiste nell'inserire, una dentro l'altra, scatole di diverse dimensioni; allo stesso modo, il mondo della finanza avrebbe potuto identificare tali strutture, dandole il nome di matrioske.

Il termine scatole cinesi, ormai entrato a tutti gli effetti nel linguaggio finanziario, riesce a rendere benissimo l'idea del suo meccanismo. Volevo però rifarmi alla genialità di un giornalista, che in maniera simpatica, e con l'utilizzo di una similitudine alquanto bizzarra, rende, a mio avviso, perfettamente l'idea di ciò che accade con le piramidi, e di conseguenze con le scatole cinesi; ripropongo testualmente il testo: *“vi ricordate la filastrocca «Alla fiera dell'Est» di Angelo Branduardi? «... il toro che bevve l'acqua che spense il fuoco che bruciò il bastone che picchiò il cane che morse il gatto che si mangiò il topo» e così via. Può essere riproposta in chiave finanziaria. È un paradigma animato delle scatole cinesi che ingolfano buona parte del capitalismo italiano e delle società quotate. Se a toro, bastone e topo sostituiamo holding, subholding, casseforti, abbiamo la filastrocca della Borsa”*<sup>243</sup>.

Questo è proprio quello che accade: un susseguirsi di eventi (nel nostro contesto acquisizioni) che sono destinati ad arricchire un unico soggetto, colui che è posto all'apice della catena, e che gli consentirà di trarne elevati benefici privati. Esattamente come nella canzoncina per bambini, tutto va bene, finché alla fine non arriva *“il macellaio che uccise il toro che bevve l'acqua che spense il fuoco che bruciò il bastone che picchiò il cane che morse il gatto che si mangiò il topo che al mercato mio padre comprò”*.

Abbiamo compreso in vari modi, alcuni dei quali anche molto fantasiosi, cosa sono le piramidi societarie e le scatole cinesi, e che le Opa sono sicuramente una via idonea alla loro creazione; non resta che capire gli effetti che le scatole cinesi hanno sull'economia, e dare uno sguardo alla regolazione (se esiste) che le vieta, o viceversa, autorizza.

---

controllo non siede nell'assemblea, non ha un diretto rapporto con la vita societaria e, di conseguenza con il suo *management*.

<sup>242</sup> Quanto detto, è tratto da un articolo di stampa del 21/10/2013, di F. DEBENEDETTI, *le scatole cinesi non sono uguali per tutti*, pubblicato su [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com).

<sup>243</sup> Il riferimento alla canzone è tratto da un articolo di stampa del 12 agosto 2001, di M. GEREVINI, *Finanza la nuova stagione delle scatole cinesi*, pubblicato su [archiviostorico.corriere.it/2001/agosto/12/Finanza\\_nuova\\_stagione\\_delle\\_scatole\\_co\\_0\\_0108127165.shtml](http://archiviostorico.corriere.it/2001/agosto/12/Finanza_nuova_stagione_delle_scatole_co_0_0108127165.shtml). Ciò che segue è invece frutto della libera fantasia di chi scrive.

Per onestà intellettuale, devo dire che nonostante i miei numerosi sforzi nel cercare di trovare argomentazioni in favore del fenomeno delle scatole cinesi, l'ago della bilancia è sicuramente sbilanciato verso chi evidenzia gli aspetti negativi piuttosto che quelli positivi; ogni mia ricerca sul tema, mi ha portato principalmente a critiche del meccanismo in questione, nelle quali vengono messi in evidenza i numerosi problemi da queste derivanti (alcuni dei quali già evidenziati), e che ritengo assolutamente fondati.

Prima di inoltrarci sulle numerose problematiche, riporto l'unica argomentazione che ho rilevato a favore delle scatole cinesi, o meglio, a favore di una non esplicita regolamentazione su di esse: Vittorio Mincato, ai tempi del suo mandato come Presidente dell'Assonime, si mostrò assolutamente contrario ad una disciplina legislativa che avesse lo scopo di ostacolare le scatole cinesi; questo, perché riteneva la pressione concorrenziale elemento essenziale per la contendibilità. Per Mincato, la definizione di una legislazione volta ad ostacolare lo sviluppo di piramidi societarie (veicolo primario per la costruzione di scatole cinese), indurrebbe un'esternalizzazione delle iniziative societarie, con chiare conseguenze per l'economia nazionale<sup>244</sup>: è come se Mincato chiedesse prudenza nel legiferare in materia, poiché definire vincoli troppo stringenti, con l'obiettivo di rendere difficoltoso l'acquisto di società per la creazione di catene, potrebbe limitare la contendibilità delle nostre imprese, oltre che spingere quest'ultime a trovare all'esterno nuovi investimenti societari. Inoltre, egli ritiene che interventi normativi sul tema delle scatole cinesi sarebbero superflui, giacché già nel regolamento di borsa è vietata la quotazione di tali scatole<sup>245</sup>.

Le affermazioni dell'ex Presidente mi troverebbero sufficientemente d'accordo, se non fosse che l'assenza di una regolazione per le scatole cinesi, rende il sistema opaco per quanto riguarda gli assetti di controllo, facendo venir meno la trasparenza.

Cerchiamo ora di spiegare i problemi che possono derivare dallo sfruttamento di compagini proprietarie non molto chiare.

Leggendo le pagine che precedono, è facile comprendere come le strutture piramidali possano essere fonte di abusi; quest'ultimi, in quanto tali, devono essere assolutamente rimossi, ma per fare ciò, ci sono pareri contrastanti sulle modalità d'intervento. A questo proposito, c'è chi ritiene che per scoraggiare gli abusi sia necessaria una normativa *ad hoc*;

---

<sup>244</sup> Cfr. articolo di stampa del 30/06/2007, di A. DE MATTIA, *Nel labirinto delle scatole cinesi*, pubblicato su [www.unita.it](http://www.unita.it).

<sup>245</sup> Cfr. articolo di stampa del 20/06/2007, a cura del Corriere della Sera, *Mincato: le scatole cinesi? Già vietate*, pubblicato su [www.corriere.it](http://www.corriere.it).

al contrario, i sostenitori del libero mercato, ritengono che tali comportamenti possano essere facilmente depressi, affidandosi alle famose “forze di mercato”.

I liberisti argomentano dicendo che il semplice *agere* degli operatori è perfettamente in grado di evitare azioni elusive, o peggio, illecite. Tuttavia, in molti ritengono che tale opinione possa considerarsi plausibile solo al verificarsi di determinate condizioni, come l’assenza dei gruppi di potere (i “capitalisti”), il cui operato incide sul naturale andamento dei mercati. Sappiamo benissimo, però, che in Italia sicuramente non manca la presenza di *raider* in grado di incidere e di influenzare l’andamento dei mercati; pertanto, la via del liberismo, non è di certo quella idonea a contrastare le scatole cinesi.

Per di più, il mancato affidamento alle forze di mercato, è dovuto anche ad altri aspetti, quali: la presenza nei mercati di investitori non culturalmente pronti a discriminare le operazioni pericolose da quelle efficaci; la presenza di tribunali troppo lenti per affidarli la tutela dei propri diritti, con giudici spesso poco specializzati in materie economico – finanziarie; e così via ...<sup>246</sup>

In definitiva, si può arrivare alla conclusione che, per ostacolare tali fenomeni, è necessario delineare un assetto normativo “mirato”<sup>247</sup>.

Un elemento, già affrontato per sommi capi, ma su cui vale la pena spendere ancora qualche riga, è quello che riguarda l’incidenza delle scatole cinesi sull’attività gestoria delle imprese e, di conseguenza, sul loro futuro<sup>248</sup>: esse, consentendo il controllo con il possesso di una quota anche irrisoria del capitale azionario, non garantiscono un *management* efficiente, essendo in grado di sottrarre il controllo della società quotata ai piccoli investitori, che se considerati nel loro complesso, posseggono la quota di maggioranza della società, ma che di fatto non hanno alcun potere decisionale sulle scelte manageriali.

Quanto appena detto, evidenzia la non trascurabilità del fenomeno, che priva l’azionista di maggioranza di qualunque incidenza sul *management* aziendale, delineando un’opaca *governance*, ai danni degli operatori di mercato.

---

<sup>246</sup> Cfr. articolo di stampa del 10/09/2007, di S. MENGOLI – S. SANDRI, *La via fiscale contro le piramidi*, pubblicato su [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info). Per approfondimento si rimanda allo stesso articolo.

<sup>247</sup> Vedi *infra*.

<sup>248</sup> Credo non ci voglia un economista per comprendere come l’andamento di un’azienda sia strettamente correlato a come quest’ultima viene gestita; una *male gestio* sicuramente non ne assicura la sopravvivenza nel lungo periodo.

Senza contare poi, che spesso, la *holding* non è quotata: ci troviamo di fronte ad una situazione nella quale una non quotata, controlla tante società quotate. Da questo, deriva un problema di fondo legato all'impossibilità di attacco (da parte di terzi) sulla società "nonna"<sup>249</sup>; ciò non consente un ricambio del controllo che potrebbe essere necessario<sup>250</sup>. Pertanto, quello che in passato è stato definito come fonte di sviluppo del Paese<sup>251</sup>, ad oggi si dimostra elemento di immobilità.

Fonti autorevoli, come Mario Draghi, al tempo governatore di Bankitalia, identificò le scatole cinesi come "*sistemi poco trasparenti*" che "*ostacolano l'azione di stimolo degli azionisti di minoranza, accentuano l'autoreferenzialità del management, proteggono i benefici privati del gruppo di controllo*"<sup>252</sup>. Nella medesima direzione in più occasioni si è espresso il presidente della Consob, per la quale le scatole cinesi rappresentano un fenomeno da tenere sotto controllo, per evitare effetti distorsivi sul buon funzionamento dei mercati<sup>253</sup>.

Ma non finisce qui. Dalle scatole cinesi nascono anche problemi di natura fiscale: la *holding* spesso è situata in paradisi fiscali, con tutte le conseguenze sul piano tributario che ne possono scaturire.

Non mi inoltro su questo aspetto che presenta effetti di non semplice analisi e di elevato tecnicismo; tuttavia, basta aprire qualunque giornale, per trovare numerosi casi di cronaca che riguardano elusioni (nei casi peggiori, evasioni) fiscali, che tali strutture consentono di realizzare: dalla creazione di consorzi e cooperative *ad hoc*, che attraverso l'ormai noto meccanismo, permettevano di non versare ritenute fiscali ed iva, di gestire servizi a prezzi proibitivi, nonché di sbaragliare la concorrenza<sup>254</sup>; alla nota società svedese, Ikea, che senza violare la legge, è riuscita a costruire una struttura societaria complicata, con un

---

<sup>249</sup> Un giornalista per descrivere la catena, definì la *holding* come società "nonna", quella al disotto, società "madre", poi "figlia", "nipote", e così via ...

<sup>250</sup> Cfr. <http://www.antoniodipietro.it/2006/02/le-scatole-cinesi>.

<sup>251</sup> Nelle pagine che precedono abbiamo visto come, in passato, la presenza di strutture piramidali, abbia garantito quella stabilità necessaria, poiché un controllo saldamente nelle mani di un gruppo di comando, per definizione genera un' impermeabilità della società da tentativi di scalata ostile. A questo si aggiunga che la costituzione di un gruppo piramidale risultava l' unica fonte di approvvigionamento di risorse, atte a garantire la crescita d' impresa, visto lo scarso ricorso al capitale azionario diffuso che per anni ha caratterizzato il nostro paese (Pardolesi e Portolano 2001).

<sup>252</sup> Le parole di Mario Draghi sono tratte da un articolo di stampa del 09/06/2007, di L. PAGNI, *Stop alle scatole cinesi in Borsa in vista leggi anti-catene societarie*, pubblicato su [www.repubblica.it](http://www.repubblica.it).

<sup>253</sup> Ciò non stupisce essendo la trasparenza un elemento cardine per il buon funzionamento dei mercati, e che viene sicuramente meno con la creazione di scatole cinesi.

<sup>254</sup> Per approfondire il caso, si rimanda all'articolo di stampa da cui è tratto, dell'11/01/2014 consultabile su <http://www.aletheiaonline.it/2014/01/11/consorzi-e-cooperative-come-scatole-cinesi-per-evadere-le-tasse-arrestati-due-imprenditori/>.

carico fiscale molto basso se raffrontato alle sue dimensioni, e ciò è stato possibile a seguito dello spostamento della sua sede legale in Olanda (prima situata in Svezia), dove il regime fiscale è agevolato<sup>255</sup>.

Tra i maggiori oppositori delle scatole cinesi vi è la Borsa Italiana, che in tempi non sospetti, si era già dotata di una regolamentazione che rendesse più difficile l'attuazione del fenomeno; in particolare: ha previsto una disposizione che impedisce la quotazione di società, il cui attivo è rappresentato in misura prevalente da partecipazioni di controllo in altre società; periodicamente fa *moral suasion* nei confronti di società che si sono trovate, o si trovano, a seguito di una serie di operazioni straordinarie, in una scatola cinese. Allo stesso modo, però, Borsa Italiana si raccomanda di non porre in essere interventi troppo penalizzanti, che rischierebbero di danneggiare i soggetti più deboli, che dalla quotazione potrebbero trarre beneficio.

A questo proposito sta vagliando una serie di interventi in tal senso:

- aumentare gli obblighi informativi relativi alle operazioni infragruppo, in modo da garantire una maggiore trasparenza della situazione all'interno dei mercati;
- interventi sulla *governance* a tutela delle minoranze; ad esempio, il Codice di Autodisciplina prevede che le società quotate, controllate da un'altra società quotata, definiscano al loro interno, un comitato di controllo composto da amministratori non esecutivi ed indipendenti<sup>256</sup>;
- sfruttare la segmentazione del mercato, per rendere più facile la segnalazione agli investitori di eventuali elementi di criticità, derivante dall'esistenza di una struttura piramidale.<sup>257</sup>

Sotto un altro punto di vista, c'è chi ritiene che le scatole cinesi derivino da un abuso del diritto societario: garantire il diritto di scelta della forma legale, consente all'azionista di controllo della *holding*, di governare un gruppo con il possesso di una quota irrisoria. In questo modo, si riesce a delineare quell'inversione delle parti, di cui parlavo pocanzi, dove l'azionista di minoranza ha l'effettivo controllo della società, mentre la maggioranza si dovrà comportare alla stregua di un normale socio di minoranza, che in quanto tale, non ha

---

<sup>255</sup> Cfr. articolo di stampa del 24/08/2009, di L. MARTINELLI, *Scatole cinesi, paradisi esotici: com'è facile pagare poche tasse*, pubblicato su [www.altreconomia.it](http://www.altreconomia.it).

<sup>256</sup> È opportuno sottolineare, che in quanto disposizione prevista nel Codice di autodisciplina, rimane ad adesione volontaria, e pertanto, rappresenta una raccomandazione, senza alcun tipo di coercibilità.

<sup>257</sup> Gli interventi di Borsa Italiana in materia di scatole cinesi sono tratti da A. TANTAZZI (ex Presidente della Borsa Italiana S.p.A.), *Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*, cit. pag. 28 ss.

influenza sulle decisioni aziendali; si parla, infatti, di “maggioranza silenziosa”. Il diritto societario è intervenuto per contrastare tale fenomeno mediante una serie di disposizioni:

- abolizione dei certificati azionari per partecipare all’assemblea;
- pubblicità, anche sulla stampa, dei punti all’ordine del giorno dell’assemblea;
- previsione di forme facoltative di voto per corrispondenza;
- intervento sul voto assembleare per cercare di rendere le maggioranza “meno silenziosa”;
- previsione del diritto di recesso dei soci, che non hanno concorso alla delibera di un cambiamento significativo dell’oggetto sociale;
- maggiore responsabilità nei confronti della maggioranza silenziosa, da parte di chi esercita l’attività di direzione e coordinamento; e così via ...<sup>258</sup>

Ciò nonostante, ritengo che non ci voglia un attento giurista per comprendere come, tali misure, siano necessarie ma non sufficienti, ad inibire l’uso, e spesso l’abuso, di scatole cinesi; a questi interventi civilistici forse si dovrebbero aggiungere disposizioni di carattere speciale, che, in maniera più tecnica, siano in grado di evitare la costruzione di imperi societari, che diano la possibilità di porre in essere artifici, dai quali poter trarre elevati benefici privati.

Ed è proprio per contrastare le scatole cinesi che, il 15 marzo 2013, è stato comunicato alla Presidenza del Senato un disegno di legge, d’iniziativa del senatore Zanda, con l’obiettivo di delegare al Governo un’ intervento in materia di controllo delle società quotate e di contrasto al fenomeno delle scatole cinesi.

A tal proposito, il disegno di legge prevedeva, tra le altre:

- una modifica degli articoli 106 e 109 del T.U.F. che, con riferimento alle società con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati, prescriveva “*l’obbligo di offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni quotate:*

*1) per chiunque, a seguito di acquisti a titolo oneroso, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 30 per cento*<sup>259</sup>;

---

<sup>258</sup> Cfr. [http://www.studiogirello.it/Societ%E0/abuso\\_diritto\\_societario.pdf](http://www.studiogirello.it/Societ%E0/abuso_diritto_societario.pdf).

<sup>259</sup> Come previsto dall’attuale assetto normativo.

2) per chiunque, a seguito di acquisti a titolo oneroso, venga a detenere una partecipazione di controllo realizzata attraverso due o più società appartenenti alla medesima catena di controllo;

3) *per i soggetti che, pur detenendo singolarmente partecipazioni inferiori alla soglia del 30 per cento, si presume che agiscano di concerto detenendo una partecipazione complessiva superiore alla soglia citata”;*

- *“attribuzione alla CONSOB del potere di indicare, con proprio regolamento, da emanare entro tre mesi dalla data di entrata in vigore dei decreti legislativi di cui al presente articolo, una partecipazione inferiore alla soglia di cui alla lettera a), numero l), comunque non inferiore al 15 per cento, limitatamente alle società ad elevata capitalizzazione e ad azionariato particolarmente diffuso, come individuate dal medesimo regolamento”;*
- *“in caso di offerta pubblica di acquisto, ovvero di passaggio di proprietà di un pacchetto azionario superiore al 15 per cento del capitale sociale, attribuzione alla CONSOB del potere di imporre limiti all’indebitamento di società con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati, per un periodo non superiore a tre anni, su richiesta motivata di azionisti che rappresentino almeno il 2 per cento del capitale delle stesse società”;*
- con riferimento al controllo e ai diritti di voto nell’assemblea, il progetto di riforma prevedeva che:
  - 1) *“... qualora una società quotata sia controllata da altra società e quest’ultima sia a sua volta controllata da una terza società, il diritto di voto spettante alla società controllante la società quotata nelle assemblee di quest’ultima, venga ridotto in misura proporzionale alla percentuale con la quale la società controllante è a sua volta controllata dalla terza società ...;*
  - 2) *in presenza di ulteriori livelli di controllo, prevedere che il diritto di voto spettante alla società controllante la società quotata venga ulteriormente ridotto, secondo il criterio di cui al numero 1), ad ogni successivo livello di controllo;*

3) *prevedere che le disposizioni di cui al numero 1) si applichino anche nel caso in cui il controllo di una società sia esercitato attraverso un sindacato di voto ...”;*

Alle precedenti riforme, si aggiungono tutta una serie di obblighi a carico delle società finanziarie, le quali hanno un patrimonio costituito esclusivamente da partecipazioni, e di società con attività di direzione e coordinamento.

Infine, l'art. 3 del disegno di legge, introduce delle modifiche alla disciplina fiscale delle società quotate, volte a scoraggiare la costruzione di catene di controllo troppo lunghe, dalle quali scaturiscono tutti i problemi affrontati.<sup>260</sup>

Se il disegno di legge fosse stato attuato, a mio avviso, si sarebbe dato un freno alla creazione di scatole cinesi (rendendo meno conveniente il loro utilizzo), senza però generare quell'annullamento delle contendibilità di cui parlava l'ex Presidente dell'Assonime, e che è necessario per la sopravvivenza delle nostre imprese in un mercato fortemente competitivo.

---

<sup>260</sup> Per approfondire le modifiche previste dal disegno di legge si rimanda al *corpus* normativo, consultabile direttamente <http://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/17/DDLPRES/702726/index.html>; mentre se si vuole comprendere le ragioni che hanno indotto il senatore a ritenere necessaria una delega al governo per regolamentare la materia, si consulti il comunicato visionabile all'indirizzo <http://parlamento17.openpolis.it/atto/documento/id/6177>.

### 3.3 IL DIRITTO *ANTITRUST* IN EUROPA

Per quanto riguarda il diritto *antitrust* europeo, mi soffermerò solo sul tema delle concentrazioni, essendo questo il principale problema *antitrust* che può scaturire dalle offerte pubbliche d'acquisto: una serie di acquisizioni e fusioni può infatti generare un'eccessiva concentrazione, in grado di ledere la concorrenza nei mercati.

In estrema sintesi le principali tappe che ci hanno portato all'attuale quadro normativo europeo del controllo sulle concentrazioni:

- 1952: il Trattato della Comunità Europea del carbone e dell'acciaio (CECA) prevedeva, all'art. 66, un controllo sulle concentrazioni, limitatamente al settore del carbone e dell'acciaio;
- 1957: in sede di redazione del Trattato di Roma, si discusse sul controllo, di cui al punto precedente, ma che poi non trovò attuazione nel Trattato;
- 1966: la Commissione Europea emanò un primo *memorandum* volto alla tutela della concorrenza, in quanto quest'ultima potrebbe essere limitata da una massiccia concentrazione tra imprese della comunità. Tale obiettivo veniva raggiunto tramite l'attuazione dell'art. 82 del Trattato costitutivo della Comunità europea (TCE); ai sensi di tale articolo, non troverebbero attuazione, le operazioni di concentrazione poste in essere da imprese che già rivestono una posizione dominante. Tale disposizione porta con sé una serie di problemi non trascurabili; in particolare:
  - i. controllo delle sole operazioni di fusione effettuate da società che già esercitavano una posizione dominante;
  - ii. il controllo era postumo, nel senso che avveniva ad operazione eseguita. Questo generava problemi di ripristino della concorrenza, nel caso in cui l'operazione risultasse anticoncorrenziale;
  - iii. il controllo non si estendeva alle operazioni di concentrazione in mercato oligopolistici.

Anni più tardi si giunse ad una fase cruciale per il diritto *antitrust* comunitario in tema di concentrazioni:

- 1990: l'entrata in vigore del Regolamento CEE n. 4064 del 1989, che integra quanto disposto dal Trattato di Roma a tutela della concorrenza. Tale Regolamento prevedeva, tra l'altro:
  - l'obbligo di comunicazione preventiva delle operazioni di concentrazione alla Commissione Europea. Tale obbligo nasceva a seguito del superamento di determinate soglie di fatturato;
  - la facoltà per la Commissione Europea di vietare l'operazione se idonea a creare o rafforzare una posizione dominante;
- 1998: entrata in vigore del Regolamento n. 1310 del 1997, il quale modifica alcuni aspetti del Regolamento precedente; vale a dire:
  - le soglie di fatturato al superamento delle quali scatta l'obbligo di notifica<sup>261</sup>;
  - il controllo delle concentrazioni si estende anche ai casi di costituzione di imprese comuni;
- 2004: il Regolamento n. 139, ha abrogato il precedente Regolamento, modificando nuovamente il controllo sulle concentrazioni<sup>262</sup>.

---

<sup>261</sup> È opportuno precisare, che per quanto riguarda le dimensioni della concentrazione affinché scatti l'obbligo di comunicazione alla Commissione, questa deve avere "dimensione comunitaria". Tale aspetto era già previsto dal Regolamento dell'89, ma successivamente, il Regolamento del '98 ne cambia la definizione; ai sensi dell'art. 1 del regolamento n. 4064, "un'operazione di concentrazione è di dimensione comunitaria:

- a) quando il fatturato totale realizzato a livello mondiale dall'insieme delle imprese interessate è superiore a 5 miliardi di ECU (unità di conto europea); e
- b) quando il fatturato totale realizzato individualmente nella Comunità da almeno due delle imprese interessate è superiore a 250 milioni di ECU;

salvo che ciascuna delle imprese interessate realizzi oltre i due terzi del suo fatturato totale nella Comunità all'interno di un solo o medesimo stato membro". Tuttavia, ai sensi dell'art. 1 del Regolamento 1310, un'operazione di concentrazione che non supera le precedenti soglie, è allo stesso modo considerata di dimensione comunitaria:

- a) quando il fatturato totale realizzato a livello mondiale dall'insieme delle imprese interessate è superiore a 2.5 miliardi di ECU;
- b) quando, in ciascuno di almeno 3 Stati membri, il fatturato totale realizzato dall'insieme delle imprese interessate è superiore a 100 milioni di ECU;
- c) quando, in ciascuno di almeno 3 stati membri di cui alla lettera b), il fatturato totale realizzato individualmente da almeno due delle imprese interessate è superiore a 25 milioni di ECU; e
- d) quando il fatturato totale realizzato individualmente nella Comunità da almeno due delle imprese interessate è superiore a 100 milioni di ECU;

salvo che ciascuna delle imprese interessate realizzi oltre i due terzi del suo fatturato totale nella Comunità all'interno di un solo o medesimo stato membro".

<sup>262</sup> Il breve *excursus* delle principali tappe che hanno caratterizzato il controllo comunitario sulle operazioni di concentrazione, sono tratte da L. F. PACE, *Diritto europeo della concorrenza, divieti antitrust, controllo delle*

Il Regolamento n. 139/04 rappresenta l'attuale assetto normativo comunitario sul controllo delle concentrazioni tra imprese; pertanto, vale la pena soffermarsi su di esso.

Come disposto dall'art. 1, comma 1, del Regolamento n. 139 quest'ultimo si applica alle concentrazioni che presentano una "dimensione comunitaria", la cui definizione rimane inalterata rispetto a quanto disposto dal Regolamento n. 1310.

La valutazione delle concentrazioni, da parte della Commissione Europea, viene effettuata con lo scopo di verificarne la compatibilità col mercato comune (art. 2, comma 2)<sup>263</sup>; a tal fine, la Commissione tiene conto:

- a) *“della necessità di preservare e sviluppare una concorrenza effettiva nel mercato comune ...;*
- b) *della posizione sul mercato delle imprese partecipanti, del loro potere economico e finanziario, della possibilità di scelta dei fornitori e degli utilizzatori, del loro accesso alla fonti di approvvigionamento o agli sbocchi, dell'esistenza di diritto o di fatto di barriere all'entrata, dell'andamento dell'offerta e della domanda dei prodotti e dei servizi in questione, degli interessi dei consumatori intermedi e finali nonché dell'evoluzione del progresso tecnico ed economico purché essa sia a vantaggio del consumatore e non costituisca impedimento alla concorrenza”.*

Ai sensi dell'art. 2, comma 3 del Regolamento n. 139 affinché un'operazione di concentrazione sia dichiarata incompatibile con il mercato comune, ed in quanto tale vietata, deve essere in grado di ostacolare *“in modo significativo una concorrenza effettiva nel mercato comune o in una parte sostanziale di esso, in particolare a causa della creazione o del rafforzamento di una posizione dominante”.*

Pertanto, la sussistenza di una posizione dominante non è di per sé elemento idoneo a vietare un'operazione di concentrazione: esso è ritenuto come uno dei tanti aspetti che possono ostacolare l'effettiva concorrenza. Si nota che, a differenza di quanto accade nel contesto italiano, l'autorizzazione o meno della concentrazione, è legata a valutazioni

---

*concentrazioni e procedimenti applicativi*, CEDAM, 2007, pagg. 379 ss. Per approfondimento si rimanda allo stesso volume.

<sup>263</sup> Si nota subito che le finalità del diritto *antitrust* della CE non coincidono con quelle nazionali: mentre il primo vuole dare esecuzione agli articoli 2 e 3 del TCE, ossia *“promuovere mediante l'instaurazione di un mercato comune ... uno sviluppo armonioso delle attività economiche nell'insieme della Comunità, un'espansione continua ed equilibrata, una stabilità accresciuta, un miglioramento sempre più rapido del tenore di vita ...”*, ed inoltre creare *“un regime inteso a garantire che la concorrenza non sia falsata nel mercato comune”*; il secondo mira a tutelare i diritti costituzionalmente riconosciuti (come l'iniziativa economica, ex art. 41 della Costituzione).

economiche (per verificare la lesione o meno della concorrenza effettiva) e non alla sola presenza di posizione dominante; di conseguenza, la Commissione Europea si può trovare nella situazione di autorizzare un'operazione che crei o rafforzi una posizione dominante, purché ciò non impedisca l'effettiva concorrenza.

Quanto appena detto, è fondamentale per comprendere il processo valutativo attuato dalla Commissione Europea sulle operazioni di concentrazione: se volessimo trovare un criterio di base su cui poggia l'intero assetto normativo, sicuramente questo è identificabile nella salvaguardia dell'efficienza economica<sup>264</sup>. È facile verificare che nel testo di legge non c'è un esplicito richiamo a tale criterio, tuttavia, quest'ultimo è desumibile dall'art. 2, comma 1 del Regolamento n. 139, in particolare quando si fa riferimento all'evoluzione "*del progresso tecnico ed economico purché essa sia a vantaggio del consumatore e non costituisca impedimento alla concorrenza*". L'importanza dell'efficienza nel processo valutativo, può risultare più chiara leggendo quanto disposto dall'appena citato art. 2, unitamente alla parte introduttiva del Regolamento, che invece ne fa un esplicito riferimento; in particolare, al considerando numero 29 del Regolamento, si legge che "*per determinare l'impatto della concentrazione sulla concorrenza nel mercato comune, è opportuno tener conto di qualsiasi documento e probabile guadagno di efficienza addotto dalle imprese interessate. È possibile che l'incremento di efficienza prodotto dalla concentrazione compensi gli effetti sulla concorrenza, e in particolare il pregiudizio potenziale per i consumatori, che questa avrebbe potuto altrimenti produrre, e che di conseguenza la concentrazione stessa non ostacoli in modo significativo una concorrenza effettiva ...*". In conclusione, il profilo di efficienza, può essere il parametro utilizzato dalle imprese interessate per superare l'obiezione della dominanza<sup>265</sup>.

La definizione di concentrazione, così come disposta dal Regolamento, non si discosta molto da quanto disposta dalla legge italiana n. 287/1990; difatti, per la normativa comunitaria, la concentrazione si verifica con "*una modifica duratura del controllo*"<sup>266</sup> a seguito:

---

<sup>264</sup> Il pensiero neoclassico quando si riferisce all'efficienza economica tende a distinguere in due categorie: allocativa (raggiungimento dell'ottimo paretiano) e produttiva (impiego di fattori produttivi in modo da massimizzare la produzione al minor costo). Pertanto, dire che l'efficienza economica rappresenta il criterio caposaldo della normativa comunitaria, vuol dire identificare in esso l'obiettivo della regolazione in materia.

<sup>265</sup> Cfr. L. ARNAUDO, *L'efficienza nel nuovo controllo comunitario delle concentrazioni*, in "Mercato Concorrenza Regole" 1/2005, pp. 51-76, doi: 10.1434/19640; per approfondire la valutazione delle concentrazioni, nell'ottica della tutela dell'efficienza, si rimanda allo stesso articolo.

<sup>266</sup> Il concetto di controllo che rileva ai fini del Regolamento, è disposto dall'art. 3, comma 2, dello stesso, ai sensi del quale "*si ha controllo in presenza di diritti, contratti o altri mezzi che conferiscono, da soli o*

- a) *della fusione di due o più imprese precedentemente indipendenti o parti di imprese; oppure*
- b) *dall'acquisizione da parte di una o più imprese che già detengono il controllo di almeno un'altra impresa, o da parte di una o più imprese, sia tramite acquisto di partecipazioni nel capitale o di elementi del patrimonio, sia tramite contratto o qualsiasi altro mezzo, del controllo diretto o indiretto dell'insieme o di parti di una o più altre imprese”.*

L'art. 4 del Regolamento n. 139 disciplina la notifica preventiva, secondo la quale, prima che l'operazione abbia luogo, una concentrazione che assume dimensione comunitaria, deve essere comunicata alla Commissione (comma 1), la quale, una volta verificato che l'operazione rientri nell'ambito della disciplina, pubblica la notificazione, evidenziando i nomi delle società coinvolte, il paese d'origine, il tipo di concentrazione ed infine i settori economici interessati (comma 3).

Una volta notificata la concentrazione, si avvia il processo valutativo che consta di due fasi di cui la seconda eventuale.

#### FASE I:

Una volta esaminata la notifica “*non appena questa le è pervenuta*”, la Commissione delibera con una delle seguenti decisioni:

- a) *non applicabilità del regolamento*. La Commissione verifica che la concentrazione non ha dimensione comunitaria;
- b) *compatibilità con gli obiettivi del Trattato*. La Commissione, non solo ha verificato la dimensione comunitaria dell'operazione, ma la ritiene, inoltre, compatibile con il mercato comune;
- c) *dichiarazione di inizio della seconda fase*. Tale decisione sarà emanata quando, oltre ad essere un'operazione che rientra nell'ambito di applicazione del Regolamento, “*suscita seri dubbi per quanto riguarda la sua compatibilità con il mercato comune*”.

---

*congiuntamente, e tenuto conto delle circostanze di fatto o di diritto, la possibilità di esercitare un'influenza determinante sull'attività di un'impresa; trattasi in particolare di:*

- a) *diritti di proprietà o di godimento sulla totalità o su parti del patrimonio di un'impresa;*
- b) *diritti o contratti che conferiscono un'influenza determinante sulla composizione, sulle deliberazioni o sulle decisioni degli organi di un'impresa”.*

## FASE II

Durante tale fase, la Commissione Europea analizza in maniera più approfondita l'operazione. Terminata l'analisi può decidere che l'operazione sia:

- a) compatibile con il mercato comune. Tale decisione sarà emanata, se la concentrazione soddisfa il criterio di cui all'art. 2, comma 2 (concentrazione compatibile con il mercato comune); oppure soddisfa quanto disposto dall'articolo 81, comma 3, del TCE<sup>267</sup>;
- b) compatibile con il mercato comune a seguito di modifiche;
- c) incompatibile con il mercato comune<sup>268</sup>.

Ho voluto fare una breve rassegna dei punti cardine della disciplina *antitrust* in Europa, soprattutto per mettere in evidenza quando un'operazione di concentrazione è di competenza comunitaria, e quando, invece, rientra nel perimetro d'intervento dell'Autorità nazionale.

Infine, non si può trascurare, la proposta di modifica alla disciplina *antitrust* comunitaria: in data 20 giugno 2013, la Commissione Europea avviò una consultazione pubblica, conclusasi il 12 settembre 2013, al fine di perfezionare il Regolamento n. 139 del 2004; le proposte di modifica riguardavano, tra le altre:

- l'ambito di applicazione. La Commissione aveva intenzione di estendere il campo di applicazione della disciplina, anche ai casi di acquisizione di partecipazioni non di controllo (di minoranza)<sup>269</sup>;
- l'ottimizzazione del sistema di rinvii tra la Commissione e le Autorità nazionali<sup>270</sup>.

---

<sup>267</sup> È necessario riportare quanto disposto dall'art. 81 del Trattato, ai sensi del quale, “*sono incompatibile con il mercato comune e vietati tutti gli accordi tra imprese ... che possono pregiudicare il commercio tra Stati membri e che abbiano per oggetto e per effetto di impedire, restringere o falsare il gioco della concorrenza all'interno del mercato comune ...*” (comma 1); tuttavia, il comma 3, dichiara l'inapplicabilità delle disposizioni precedenti agli accordi che “*contribuiscono a migliorare la produzione o la distribuzione dei prodotti o a promuovere il progresso tecnico ed economico, ..., ed evitando di*

a) *imporre alle imprese interessate restrizioni che non siano indispensabili per raggiungere tali obiettivi*;

b) *dare a tali imprese la possibilità di eliminare la concorrenza per una parte sostanziale dei prodotti di cui trattasi*”.

<sup>268</sup> Cfr. L. F. PACE, *Diritto europeo della concorrenza, divieti antitrust, controllo delle concentrazioni e procedimenti applicativi*, cit., pagg. 405 ss. Per comprendere, in maniera approfondita, tutte le peculiarità del diritto *antitrust* in Europa, si rimanda allo stesso volume.

<sup>269</sup> L'evidenza empirica ha mostrato la possibilità di lesioni alla concorrenza ed ai consumatori anche in caso di acquisizioni non di controllo.

A seguito di tale consultazione, con il Regolamento n. 1269/2013, sono state apportate delle modifiche al Regolamento CE n. 802/2004<sup>271</sup>: in particolare, sono stati corretti i procedimenti di notifica e di valutazione, a cui i soggetti coinvolti in un'operazione di concentrazione devono sottostare, e per i quali si lascia al lettore l'approfondimento.

---

<sup>270</sup> Cfr. articolo del 23/07/2013, di G. GRAZIOLI, *Controllo delle concentrazioni: la Commissione avvia una consultazione pubblica per perfezionare il Regolamento CE N. 139/2004*, pubblicato su [www.amministrazioneincammino.luiss.it](http://www.amministrazioneincammino.luiss.it).

<sup>271</sup> Con il quale si è data attuazione al Regolamento n. 139/2004.

# CAPITOLO QUARTO

## LE OPA NEL SETTORE BANCARIO

Nei capitoli che precedono, ci siamo occupati delle offerte pubbliche di acquisto poste in essere da società quotate: abbiamo analizzato la disciplina a cui si fa riferimento, ponendo l'accento sulle motivazioni economiche alla base di tale operazione, e sul perché talvolta (ma non così di rado) queste si presentano come ostili; successivamente, oggetto di analisi sono state le ragioni che inducono l'autorità *Antitrust* a monitorare le operazioni di acquisizione. Possiamo in definitiva affermare che le OPA, aventi per oggetto partecipazioni in società "industriali"<sup>272</sup>, richiedono il coinvolgimento di due Autorità: la Consob (che verifica il rispetto delle disposizioni dettate dal t.u.f.) e l'AGCM (preposta al controllo delle norme in materia di concentrazioni societarie).

Questa premessa mi permette di introdurre quanto sto per spiegare: comprendere le differenze (se esistono) tra le disposizioni che disciplinano le Opa tra società industriali quotate, e quelle che hanno per oggetto partecipazioni bancarie.

Le società bancarie differiscono in maniera significativa dalle società industriali, per il diverso ruolo che esercitano all'interno dell'economia, e che inevitabilmente comporta l'applicazione di un diverso e più complesso assetto normativo.

Le banche sono imprese a tutti gli effetti (nello specifico, s.p.a.), ma diversamente da quelle aventi ad oggetto attività industriale, esercitano un'attività, quella bancaria<sup>273</sup> appunto, che ha ripercussione sociali di notevole rilevanza, ancorché costituzionalmente riconosciute<sup>274</sup>.

A questo punto, è facile comprendere come le acquisizioni poste in essere da (e nei confronti di) imprese bancarie, a seguito delle quali cambiano gli assetti di controllo, non

---

<sup>272</sup> D'ora in poi useremo il termine "industriale", ovvero quotate, per indicare società diverse da quelle bancarie.

<sup>273</sup> L'art. 10, comma 1, del t.u.b., definisce l'attività bancaria come l'unione di due operazioni: raccolta del risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito; ed inoltre precisa che "essa ha carattere d'impresa".

<sup>274</sup> Ci si riferisce, ovviamente, alla tutela del risparmio ad opera dell'art. 47 della Costituzione, ai sensi del quale: "La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese".

possono essere soggette al “semplice” rispetto delle disposizioni del t.u.f. e della normativa *antitrust*, ma necessitano di controlli ulteriori, in quanto vengono coinvolti soggetti vigilati da altre Autorità.

Pertanto, di fronte ad offerte pubbliche finalizzate all’ottenimento del controllo di una banca, ed aventi ad oggetto partecipazioni bancarie, la disciplina di riferimento non si limita al t.u.f., ma si estende anche agli artt. del d. lgs. n. 385/1993, ossia il testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (comunemente noto come testo unico bancario, d’ora in avanti t.u.b.). Le disposizioni del t.u.b. che rilevano a tal fine, sono gli artt. 19-24, che disciplinano, appunto, gli assetti proprietari delle banche.

In definitiva, il lancio di un’offerta pubblica di acquisto su azioni bancarie, prevede il rispetto di quanto disposto dal t.u.f., integrato con le norme del t.u.b.; in maniera forse impropria, ma idonea a chiarire il concetto: quando un’offerta pubblica coinvolge le banche, il t.u.f., che nell’ordinamento italiano rientra tra le norme di carattere speciale<sup>275</sup>, sembra assumere la connotazione di disposizione generale, al quale si affianca la “specialità” del t.u.b., che opera a seguito del coinvolgimento di soggetti bancari.

È chiaro, quindi, che quando si tratta di Opa bancarie, non si può tralasciare quanto disposto dal t.u.b. e, dunque, non sottoporre l’operazione al vaglio dell’Autorità preposta alla vigilanza bancaria: la Banca d’Italia.

In caso di OPA bancaria, le Autorità nazionali coinvolte saranno tre: Consob, AGCM e Banca d’Italia<sup>276</sup>.

Nel presente capitolo verranno affrontate le disposizioni a cui devono sottostare i soggetti che intendono acquisire il controllo di una banca: si andrà poi a fare un *focus* sul quadro bancario italiano e sulle concentrazioni in tale settore, per comprendere quale sia(no) l’(le) Autorità preposte al controllo delle concentrazioni bancarie<sup>277</sup>; inoltre, verrà analizzato un caso, con particolare riferimento al ruolo della Consob, che ha occupato per anni le prime pagine di quotidiani e riviste, e che la letteratura giornalistica ha ribattezzato “Bancopoli”. Tali eventi hanno coinvolto alcuni dei principali attori dell’industria bancaria italiana (e

---

<sup>275</sup> I testi unici (nel nostro caso, t.u.f. e t.u.b.) rappresentano le leggi di carattere speciale, che integrano e, talvolta, modificano, quanto disposto in linea generale dal codice civile.

<sup>276</sup> L’interconnessione tra queste Autorità, che in passato ha generato non pochi problemi di commistione delle competenze, si capirà meglio fra breve.

<sup>277</sup> Aspetto che nel corso degli anni, e a seguito del verificarsi di eventi di notevole rilevanza, non solo economica, ma anche politica e giuridica, ha visto diverse modifiche, fino ad arrivare all’attuale quadro normativo.

non solo), fino a raggiungere i vertici delle più importanti autorità italiane (si pensi, fra tutti, al ruolo che l'ex Governatore di Bankitalia, Fazio, ha avuto nella vicenda)<sup>278</sup>.

## 4.1 LA NORMATIVA E LE PECULIARITÀ

Leggendo il t.u.b. ci accorgiamo dell'assenza di norme volte a disciplinare le offerte pubbliche d'acquisto; da ciò si desume come anche in caso di offerte promosse da una banca per l'acquisizione del controllo di un'altra banca<sup>279</sup>, il testo normativo a cui si fa riferimento è il t.u.f., al quale si aggiungono gli obblighi previsti dal t.u.b. relativamente all'acquisto di partecipazioni bancarie<sup>280</sup>.

Come avremo modo di verificare fra breve, tutte le norme volte a controllare gli assetti proprietari della banche, nascono col fine ultimo di garantire che l'acquisizione di partecipazioni bancarie non arrechi pregiudizio alla *miliar stone* dell'ordinamento bancario: la sana e prudente gestione dell'impresa bancaria (e la tutela dell'intero sistema economico laddove la banca sia di rilievo sistemico).

Le disposizioni in materia, prevedono un regime autorizzatorio all'acquisto di interessenze bancarie: l'art. 19 del t.u.b. dispone, al 1° comma, che *“la Banca d'Italia autorizza preventivamente l'acquisizione a qualsiasi titolo in una banca di partecipazioni che comportano il controllo o la possibilità di esercitare un'influenza notevole sulla banca stessa o che attribuiscono una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10 per cento, tenuto conto delle azioni o quote già possedute”*. In aggiunta, è necessaria

---

<sup>278</sup> Comunque, tutto questo, sarà affrontato con dovizia di particolari, nelle pagine che seguono.

<sup>279</sup> Ciò non toglie che anche un'impresa industriale possa voler acquistare delle partecipazioni bancarie.

<sup>280</sup> È necessaria una precisazione: gli assetti proprietari delle banche (partecipazioni nelle banche) vanno distinti dalle partecipazioni detenibili dalle banche; la letteratura, infatti, suole distinguere tra partecipazioni “a monte” (per le prime) e partecipazioni “a valle” (per le seconde). L'acquisto di partecipazioni bancarie che permette di esercitarne il controllo, è disciplinato dagli artt. 19-24 del testo unico bancario, mentre i limiti alle partecipazioni in altre società che una banca può detenere nel proprio portafoglio, sono disciplinati dalle istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia. È opportuno ricordare, che tale tematica, nasce a partire dagli anni trenta, quando la crisi economica mise in luce gli elevati problemi che l'allora presente “fratellanza siamese” tra banca e industria generava all'economia, permettendo una facile trasmissione della crisi dal settore industriale a quello finanziario, grazie alla presenza prevalente di partecipazioni industriali nei patrimoni bancari. Cfr. articolo di stampa del 10/07/2007, di C. BRESCIA MORRA, *Banca e industria fine di una separazione*, pubblicato su [lavoce.info](http://lavoce.info), e consultabile direttamente al seguente indirizzo: [http://archivio.lavoce.info/artic\\_oli/pagina2832.html](http://archivio.lavoce.info/artic_oli/pagina2832.html). La mia analisi si soffermerà solo su quanto disposto dal t.u.b. in tema di partecipazioni in imprese bancarie, essendo queste le disposizioni a cui si deve far riferimento in caso di offerte pubbliche promosse da banche; pertanto, per comprendere la disciplina delle partecipazioni a valle si rimanda all'ampia letteratura presente in materia.

l'autorizzazione preventiva anche quando si verificano variazioni nel possesso di partecipazioni idonee a garantire il raggiungimento di una quota dei diritti di voto o del capitale superiore al 20%, 30%, 50%, e *“in ogni caso, quando le variazioni comportano il controllo della banca stessa”* (comma 2)<sup>281, 282</sup>.

Tale obbligo nasce con l'acquisto di partecipazioni, la cui definizione è stata introdotta nel testo unico dall'art. 2, comma 1, lett. a), d. lgs. 6 febbraio 2004, n. 37. Ai sensi dell'art. 1, comma 2, lett. h-*quater*, t.u.b., per partecipazioni s'intendono *“le azioni, le quote e gli altri strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi o comunque i diritti previsti dall'art. 2351, ultimo comma, del codice civile”*<sup>283</sup>.

Poiché l'*intentio legis* di tale disposizioni risiede nel permettere alla Banca d'Italia di avere sempre chiaro l'assetto di comando di una banca, l'autorizzazione si estende anche al caso di acquisizione del controllo di una società industriale che però detiene partecipazioni bancarie (art. 19, comma 3, t.u.b.); ed inoltre, sempre per la stessa *ratio*, sarà l'Autorità ad indicare *“i soggetti tenuti a richiedere l'autorizzazione quando i diritti derivanti dalle partecipazioni ... fanno capo ad un soggetto diverso dal titolare delle partecipazioni stesse”*<sup>284</sup> (art. 19, comma 4, t.u.b.).

L'art. 19, al comma 5, evidenzia come la condizione necessaria per ottenere l'autorizzazione sia la sussistenza della sana e prudente gestione, che non deve in alcun modo essere pregiudicata dall'operazione. La legge richiede, a tal fine, che la Banca d'Italia, valuti:

1. *“La qualità del potenziale acquirente”*;
2. *“La solidità finanziaria del progetto di acquisizione”*;

questi due aspetti, vengono verificati tenuto conto:

---

<sup>281</sup> Ciò che rileva ai fini dell'autorizzazione preventiva, quindi, non è tanto l'ammontare della partecipazione detenuta nella banca, quanto l'esercizio di un controllo di fatto.

<sup>282</sup> Così come modificato dal d. lgs. n. 21 del 27 gennaio 2010; disposizione che nasce per adeguare il testo unico alle novità introdotte dalla direttiva n. 2007/44 CE (recante disposizioni *“in materia di acquisto di partecipazioni qualificate in banche, assicurazioni e imprese di investimento”*).

<sup>283</sup> Vale a dire gli strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti, emessi a seguito dell'apporto da parte di soci o di terzi (art. 2346, sesto comma, c.c.), oppure assegnati ai lavoratori dipendenti (art. 2349, secondo comma, c.c.), *“che possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco ...”*.

<sup>284</sup> Ossia nel caso di partecipazioni detenute indirettamente. A tal proposito, l'art. 19, comma 8-*bis*, precisa che l'obbligo di autorizzazione si estende anche *“all'acquisizione, in via diretta o indiretta, del controllo derivante da un contratto con la banca o da una clausola del suo statuto”*.

- a. *“Della reputazione del potenziale acquirente, ivi compreso il possesso dei requisiti previsti ai sensi dell’art. 25<sup>285</sup>”;*
- b. *“Il possesso dei requisiti previsti ai sensi dell’art. 26<sup>286</sup> da parte di coloro che, in esito all’acquisizione, svolgeranno funzioni di amministrazione, direzione e controllo nella banca”;*
- c. *“La solidità finanziaria del potenziale acquirente”;*
- d. *“La capacità della banca di rispettare a seguito dell’acquisizione le disposizioni che ne regolano l’attività”;*
- e. *“L’idoneità della struttura del gruppo del potenziale acquirente a consentire l’esercizio efficace della vigilanza”.*

Infine, l’autorizzazione può essere sospesa o revocata a seguito del venir meno delle condizioni per il suo rilascio, e non verrà in alcun modo concessa in caso di fondato sospetto che l’acquisizione sia finalizzata al riciclaggio o al finanziamento del terrorismo (art. 19, comma 5).

Tra le modifiche introdotte col d.lgs. n. 21/2010, rientra anche l’acquisto di concerto, disciplinato dall’art. 22 del t.u.b. In ossequio a tale articolo, rilevano anche le partecipazioni detenute tramite società controllate, fiduciarie e per interposta persona<sup>287</sup> (comma 1), nonché *“l’acquisizione di partecipazioni da parte di più soggetti che, in base ad accordi in qualsiasi forma conclusi, intendono esercitare in modo concertato i relativi diritti, quando tali partecipazioni, cumulativamente considerate, raggiungono o superano le soglie indicate nell’art. 19”* (comma 1-bis)<sup>288</sup>.

Sempre al fine di garantire la trasparenza negli assetti proprietari delle banche, l’art. 21, t.u.b., conferisce alla Banca d’Italia il potere di richiedere:

- informazioni sui titolari delle partecipazioni (comma 1);
- l’indicazione dei soggetti controllanti (comma 2);
- le generalità dei fiducianti, qualora le partecipazioni siano intestate ad una società fiduciaria ma appartenenti a terzi (comma 3);

---

<sup>285</sup> Requisiti di onorabilità dei titolari delle partecipazioni.

<sup>286</sup> Requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza.

<sup>287</sup> *Voluntas legis* di tale disposizione risiede nell’evitare comportamenti elusivi della disciplina, tramite la costituzione di catene di controllo idonee ad eludere appunto il regime autorizzatorio, rendendo in tal modo più difficoltosa la vigilanza sulla sana e prudente gestione

<sup>288</sup> L’obiettivo è quello di estendere l’obbligo di autorizzazione anche nei confronti di coloro che si trovano a detenere partecipazioni al di sotto della soglie di rilevanza, ma che in concerto con altri, possiedono una quota idonea ad esercitare il controllo della banca in maniera congiunta, e pertanto, esercitare un’influenza dominante sulla società.

- le stesse notizie di cui ai comma precedenti quando sono coinvolti soggetti stranieri (comma 4);

Ed infine, la Banca d'Italia ha l'onere di informare la Consob quando le richieste interessano società aventi ad oggetto titoli negoziati in mercati regolamentati (comma 5).

Tuttavia, l'intera disciplina in esame, trova fondamento sulla nozione di controllo, così come disposta dallo stesso testo unico: l'art. 23, ai casi previsti dall'art. 2359 del codice civile, aggiunge tutti quei contratti o clausole statutarie “*che abbiano per oggetto o per effetto il potere di esercitare l'attività di direzione e coordinamento*”. Il controllo si considera nella forma dell'influenza dominante, la cui presenza si presume al verificarsi di una delle seguenti fattispecie<sup>289</sup>:

1) “*esistenza di un soggetto che, sulla base di accordi, ha il diritto di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori o del consiglio di sorveglianza ovvero dispone da solo della maggioranza dei voti ai fini delle deliberazioni relative alle materie di cui agli articoli 2364 e 2364 bis*<sup>290</sup> del codice civile;

2) *possesso di partecipazioni idonee a consentire la nomina o la revoca della maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza;*

3) *sussistenza di rapporti, anche tra soci, di carattere finanziario ed organizzativo idonei a conseguire uno dei seguenti effetti:*

*a) la trasmissione degli utili o delle perdite;*

---

<sup>289</sup> A cui in genere si fa riferimento per individuare la sussistenza o meno di un'influenza dominante da parte del possessore delle partecipazioni.

<sup>290</sup> In particolare, l'art. 2364, del codice civile, elenca le deliberazioni di competenza dell'assemblea ordinaria di una società con un modello di *corporate governance* privo del consiglio di sorveglianza. In tali tipi di governo societario, l'assemblea:

- 1) approva il bilancio;
- 2) nomina (e revoca) gli amministratori, i sindaci e il presidente del collegio sindacale e, quando previsto, il revisore legale dei conti;
- 3) determina il compenso di amministratori e sindaci, se non preventivamente stabilito nello statuto;
- 4) interviene sulla responsabilità degli amministratori e dei sindaci;
- 5) delibera su tutte le materie stabilite dalla legge e dallo statuto;
- 6) approva il regolamento sui lavori assembleari.

L'art. 2364-bis, stabilisce le materie di competenza dell'assemblea ordinaria di società con consiglio di sorveglianza; ossia:

- 1) “*nomina e revoca i consiglieri di sorveglianza;*
- 2) *determina il compenso ad essi spettante, se non è stabilito nello statuto;*
- 3) *delibera sulla responsabilità dei consiglieri di sorveglianza;*
- 4) *delibera sulla distribuzione degli utili;*
- 5) *nomina il soggetto incaricato alla revisione legale dei conti*”.

- b) *il coordinamento della gestione dell'impresa con quella di altre imprese ai fini del perseguimento di uno scopo comune;*
- c) *l'attribuzione di poteri maggiori rispetto a quelli derivanti dalle partecipazioni possedute;*
- d) *l'attribuzione, a soggetti diversi da quelli legittimati in base alla titolarità delle partecipazioni, di poteri nella scelta degli amministratori o dei componenti del consiglio di sorveglianza o dei dirigenti delle imprese;*

4) *assoggettamento a direzione comune, in base alla composizione degli organi amministrativi o per altri concordanti elementi”.*

A completare la disciplina in esame, è l'art. 20, t.u.b., che stabilisce degli obblighi di comunicazione, “*a fini informativi*”, in capo a soggetti che pongono in essere operazioni di acquisto e cessione di partecipazioni bancarie (comma 1)<sup>291, 292</sup>.

Quanto detto finora ci permette di arrivare alle prime conclusioni sulle evidenti differenze tra ciò che accade se l'Opa è promossa per acquisire una società industriale, e quali siano invece le conseguenze se la società *target* è una banca: l'aspetto più evidente è il disinteresse del legislatore nei confronti del(l'eventuale) nuovo controllante nel primo caso, a fronte, per contro, di un'attenzione particolare nei confronti del soggetto acquirente nel secondo. Questa differenza non stupisce, in quanto, se una volta costituita una banca, ed ottenuta l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria si permettesse a chiunque di acquisire una partecipazione di controllo della banca, si creerebbe una via idonea a consentire a soggetti privi dei requisiti richiesti in sede costitutiva, di appropriarsi in un secondo momento della banca, facendo venir meno le fondamenta su cui si basa l'intero ordinamento finanziario italiano, e mettendo a repentaglio la sana e prudente gestione.

Difatti, ai sensi dell'art. 14, t.u.b., affinché la Banca d'Italia rilasci l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, devono ricorrere delle condizioni, alcune delle quali verranno verificate, per le ragioni sopra esposte, anche in sede di acquisizione di partecipazioni bancarie che consentono l'esercizio del controllo sulla banca. I titolari delle partecipazioni devono godere dei requisiti di onorabilità; i soggetti che svolgono funzioni

---

<sup>291</sup> Ai sensi del secondo comma, l'obbligo di comunicazione, si estende “*ad ogni accordo, ... da cui comunque possa derivare l'esercizio concertato del voto in una banca ...*”, la Banca d'Italia può sospendere il diritto di voto, in caso di possibile pregiudizio alla sana e prudente gestione. L'Autorità “*determina presupposti, modalità e termini delle comunicazioni*” (comma 3); ed infine, “*per verificare l'osservanza degli obblighi, ... può richiedere informazioni ai soggetti comunque interessati*” (comma 4).

<sup>292</sup> L'intera disciplina sulle partecipazioni nelle banche è tratta da AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. CAPRIGLIONE, cit., pag. 538 e ss.

di amministrazione, direzione e controllo devono possedere i requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza; ed infine, non devono sussistere legami idonei ad ostacolare l'esercizio della vigilanza (art. 14, lett. *d*), *e*) e *f*), t.u.b.)<sup>293</sup>.

Un aspetto che ha attirato la mia attenzione è il legame esistente tra *corporate governance* e sana e prudente gestione; un legame diretto tra governo societario e attività gestoria riscontrabile sia se ci si riferisce a banche, sia nel caso di imprese industriali. Abbiamo già avuto modo di affrontare l'importanza del governo societario nelle società quotate<sup>294</sup>; la stessa importanza che quest'ultimo riveste nelle società industriali (con addirittura maggiore enfasi) la si può verificare anche con riferimento alle banche: Mario Draghi (quando era ancora Governatore della Banca d'Italia nel 2008) ha individuato tre elementi di *corporate governance* necessari per la stabilità del sistema bancario, vale a dire:

1. adeguatezza del patrimonio;
2. adeguatezza dell'organizzazione;
3. qualità del governo societario.

Pur non essendo questa una tesi sulla *corporate governance*, vale la pena tener presente come diversi studi<sup>295</sup> siano riusciti a dimostrare uno stretto legame tra il governo societario bancario e la sana e prudente gestione. Il *Financial Stability Board* (per un certo periodo dopo la crisi finanziaria del 2007 presieduto dallo stesso Mario Draghi) ha messo in luce

---

<sup>293</sup> Ricordo, per completezza, tutte le condizioni per il rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria:

- a) “sia adottata la forma di società per azioni o di società cooperativa per azioni a responsabilità limitata;
- a-bis) la sede legale e la direzione generale siano situate nel territorio della Repubblica;
- b) il capitale versato sia di ammontare non inferiore a quello determinato dalla Banca d'Italia;
- c) venga presentato un programma concernente l'attività iniziale, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto;
- d) i titolari delle partecipazioni indicate all'articolo 19 abbiano i requisiti di onorabilità stabiliti dall'articolo 25 e sussistano i presupposti per il rilascio dell'autorizzazione prevista dall'articolo 19;
- e) i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo abbiano i requisiti di professionalità, onorabilità ed indipendenza indicati nell'articolo 26;
- f) non sussistano, tra la banca o i soggetti del gruppo di appartenenza e altri soggetti, stretti legami che ostacolano l'effettivo esercizio delle funzioni di vigilanza”.

<sup>294</sup> Un'adeguata *corporate governance* deve essere in grado di allineare gli interessi del *management* con quelli degli azionisti, evitando quindi il sorgere di conflitti d'interesse.

<sup>295</sup> R. MASERA, *La corporate governance nelle banche*, Bologna, Il Mulino, 2006; R. MASERA, *La crisi finanziaria e i modelli di corporate governance delle banche: implicazioni e prospettive*, in “Bancaria”, n. 1, 2009; M. BROGI, *Corporate governance e modello dualistico in banche e assicurazioni*, Roma, Bancaria editrice, 2008; P.O. MULBERT, *Corporate governance of Banks*, Working Paper Series in Law, University of Mainz and ECGI, Working Paper n. 130, August, 2009; P. SCHWIZER – V. FARINA – V. STEFANELLI, *Dimension, in structure and skills mix in European boards*, Rapporto della Divisione Ricerche della Scuola di Direzione Aziendale dell'Università L. Bocconi di Milano, novembre, 2009.

due elementi rientranti nella *corporate governance* bancaria che hanno contribuito al sorgere delle crisi:

- un'errata dialettica tra Consiglio di amministrazione e *risk management*, che ha portato all'assunzione di rischi eccessivi rispetto a quelli che l'impresa era in grado di sopportare;
- un inadeguato (se non perverso) sistema di incentivi e compensi.

Sotto un altro profilo, non si può dimenticare che le banche sono sottoposte ad una vigilanza prudenziale, che richiede il rispetto di requisiti patrimoniali. Anche in questo contesto la *corporate governance* gioca un ruolo importante: incide sulle scelte di patrimonializzazione, mediante la fissazione di un'adeguata politica societaria di distribuzione degli utili; cerca la via più idonea per un'eventuale ricapitalizzazione, la quale può avvenire deliberando un'aumento di capitale oppure attraverso un incremento del *retention ratio*<sup>296, 297</sup>.

Lo scopo di quanto appena detto, è quello di comprendere, seppur in minima parte, quali siano le considerazioni poste in essere dalla Banca d'Italia, quando si trova a dover decidere se rilasciare o meno l'autorizzazione all'acquisto di una partecipazione di controllo nel capitale di una banca. A tal fine, il testo unico richiede a Banca d'Italia di analizzare anche l'impatto che l'operazione avrà sulla gestione societaria. Ora risulteranno più chiare le ragioni che inducono l'Autorità a verificare le conseguenze dell'acquisizione sulla *corporate governance*: l'obiettivo è quello di accertarsi che scopo dell'operazione non sia una modifica del governo societario, in modo da consentire ai soggetti al vertice di godere di benefici privati, a discapito della sana e prudente gestione. A mio avviso, tale aspetto mette in evidenza le motivazioni che hanno indotto il legislatore a richiedere (ai fini del rilascio dell'autorizzazione) anche una valutazione sul progetto di acquisizione, e non solo la verifica sui requisiti in possesso dei soggetti coinvolti.

---

<sup>296</sup> Vale a dire la percentuale di utili non distribuiti; difatti, è il complemento ad uno del *dividend ratio* (percentuale di utili distribuiti).

<sup>297</sup> Cfr. M. BROGI, *Corporate governance bancaria e sana e prudente gestione*, in "Banca Impresa Società" 2/2010, pp. 283-308, doi: 10.1435/32153. Per approfondire l'interessante tematica e per una maggiore comprensione degli studi sull'argomento, si rimanda allo stesso articolo.

## 4.2 UNO SGUARDO ALLE CONCENTRAZIONI BANCARIE

Una tematica da sempre oggetto di dibattiti, che con il verificarsi delle crisi degli ultimi anni ha assunto una rilevanza sempre crescente, riguarda le concentrazioni nel settore bancario. Quanto detto, appare paradossale considerando che in Italia sicuramente non mancano le banche e, di conseguenza, risulta complicato comprendere perché il fenomeno delle acquisizioni e fusioni bancarie generi così tanta speculazione<sup>298</sup>. In altri termini: perché preoccuparsi così tanto della concentrazione bancaria, se in realtà nel settore non manca concorrenza?

La particolare attenzione a tale argomento è dovuta non tanto alla paura che si verifichi nel settore un'eccessiva concentrazione, ma più che altro, è frutto dei numerosi cambiamenti verificatisi nel corso degli anni, che riguardano essenzialmente l'identificazione di quale sia l'Autorità preposta alla vigilanza su questo fenomeno<sup>299</sup>, nonché al non sempre diretto legame tra numero di imprese e concorrenzialità.

Le motivazioni che inducono ad affermare, senza possibilità di contraddittorio, che in Italia non manchino le imprese bancarie, sono facilmente riscontrabili osservando il numero di banche attive nel nostro paese: dati alla mano, al 31 dicembre 2013, queste sono 684, a fronte delle 706 nell'anno precedente.

È interessante dare uno sguardo all'attuale assetto finanziario italiano<sup>300</sup>:

TIPO INTERMEDIARIO	Banche e intermediari non bancari					
	31 dicembre 2012			31 dicembre 2013		
	Numero intermediari			Numero intermediari		
	Inclusi nei gruppi bancari (1)	Non inclusi nei gruppi bancari (2)	Totale	Inclusi nei gruppi bancari (1)	Non inclusi nei gruppi bancari (2)	Totale
Gruppi bancari	–	–	75	–	–	77
Gruppi di SIM	–	–	19	–	–	18
Banche	169	537	706	160	524	684
di cui: banche spa	141	56	197	131	51	182
banche popolari	18	19	37	18	19	37
banche di credito cooperativo	9	385	394	10	375	385
succursali di banche estere	1	77	78	1	79	80
Società di intermediazione mobiliare	9	92	101	10	84	94
Società di gestione del risparmio	26	146	172	21	131	152
Società finanziarie iscritte nell'elenco speciale ex art. 107 del TUB	58	128	186	53	127	180
Società finanziarie iscritte nell'elenco generale ex art. 106 del TUB	33	625	658	27	518	545
Istituti di moneta elettronica	–	3	3	1	3	4
Istituti di pagamento	8	36	44	7	36	43
Altri intermediari vigilati (3)	–	2	2	–	2	2

Fonte: albi ed elenchi di vigilanza.  
 (1) Compresse le banche capogruppo. Le banche spa includono quelle appartenenti a gruppi aventi come capogruppo una banca popolare (41 nel 2012 e 34 nel 2013). – (2) Sono incluse le SIM (24 nel 2012 e 23 nel 2013), 7 SGR e una società finanziaria iscritta nell'elenco ex art. 106 del TUB appartenenti a gruppi di SIM. – (3) Bancoposta e Cassa depositi e prestiti.

<sup>298</sup> Ovviamente il paradosso si limita alla rilevanza che si dà al fenomeno delle concentrazioni, e non anche alla vigilanza bancaria in genere, visto il ruolo che queste ultime hanno nell'economia.

<sup>299</sup> Difatti, sul controllo delle concentrazioni bancarie si è verificato, più volte, un passaggio di testimone tra Autorità, che sarà oggetto di trattazione nelle pagine che seguono.

<sup>300</sup> La tabella è tratta dalla relazione annuale della Banca d'Italia, presentata il 30 maggio 2014, e relativa all'esercizio 2013.

Limitandoci agli intermediari bancari: ad oggi, abbiamo 684 banche (tra s.p.a., popolari, credito cooperativo e succursali di banche estere), di cui la maggior parte indipendenti (524), e il resto (160) incluse in gruppi bancari.

Andando con ordine, c'è da dire che l'Italia è stata caratterizzata, nel corso degli anni '90, da un'ondata di concentrazioni senza precedenti in Europa. Non si può trascurare, che buona parte di tale fenomeno fosse dovuta al processo di ristrutturazione del settore bancario, ad opera della legge n. 218 del 1990 (legge "Amato")<sup>301</sup>. La *merger wave* di quegli anni era anche frutto di un certo *agere* della Banca d'Italia, che si fece promotrice di fusioni e acquisizioni tra banche, a seguito della tendenza a considerare tali processi una via per gestire le situazioni di anomalie delle banche, ed evitare che le stesse generassero poi una crisi sistemica<sup>302</sup>. L'atteggiamento dell'Autorità non fu privo di critiche: MONTANARO e TONVERONACHI, in un loro articolo pubblicato su una nota rivista societaria, mettono in evidenza come, se da un lato questo esplicito intervento di Banca d'Italia ha consentito una gestione "pilotata" delle crisi bancarie, evitando le esternalità negative che sarebbero altrimenti scaturite lasciando libere le forze di mercato, dall'altro, ha ritardato la crescita dei gruppi italiani rispetto ai principali *competitor* europei. La critica risiede essenzialmente nell'elevata (o eccessiva) discrezionalità mostrata

---

<sup>301</sup> Tale legge rappresentò una delle fasi cruciali del sistema bancario italiano, con il quale si è avviato un processo di privatizzazione (formale) degli istituti di credito, con lo scopo di eliminarne l'elemento pubblicistico per consentire alle nostre banche di attuare quella crescita dimensionale necessaria per la sopravvivenza in un contesto sempre più competitivo. Ricordo brevemente che il processo di privatizzazione seguiva un percorso diverso a seconda se la banca avesse una struttura associativa (si parla in tal caso di trasformazione diretta), oppure la struttura di fondazione (trasformazione indiretta): nel primo caso, c'era un passaggio diretto alla s.p.a.; nel secondo, avveniva prima lo scorporo dell'azienda bancaria dall'ente pubblico, dopodiché la banca veniva incorporata in una s.p.a. già esistente o di nuova costituzione. Al termine del processo, l'ente conferitario si configurava come banca s.p.a., mentre l'ente conferente aveva natura di fondazione. È opportuno notare che la privatizzazione così come predisposta dalla "legge Amato", diede luogo ad una privatizzazione solo formale (basti pensare che la maggioranza del capitale sociale della banca era nelle mani della fondazione), che divenne sostanziale con la direttiva "Dini". Fu previsto un termine perentorio, fissato in cinque anni, per la dismissione della partecipazione bancaria in possesso della fondazione al di sotto della quota di controllo; solo in questo modo si andò a generare un netta separazione tra la banca, ora privata, e il pubblico potere, che finché ci fosse stata una duplicazione delle poltrone non si sarebbe mai potuta attuare.

<sup>302</sup> A quel tempo la Banca d'Italia dichiarò esplicitamente che avrebbe utilizzato i processi di concentrazione come principale fonte di risoluzione delle crisi e difficoltà bancarie. PIERLUIGI CIOCCA, noto banchiere ed economista italiano, ha più volte sottolineato il carattere preventivo degli interventi in tal senso dell'Autorità; quest'ultima infatti non si limitava a dare "consigli" alle banche attraverso la ben nota tecnica della *moral suasion*, ma utilizzava il potere della vigilanza per forzare le banche ad avviare fusioni ed acquisizioni prima che il loro valore economico divenisse negativo. CIOCCA, però, non criticò tale atteggiamento, in quanto lo ritenne idoneo ad incrementare sia la redditività che l'efficienza del sistema, oltre che ad evitare che si generino crisi. Cfr. E. MONTANARO – M. TONVERONACHI, *I processi di concentrazione nella gestione delle crisi bancarie. Il caso italiano, 1992-2004*, in "Banca Impresa Società" 3/2006, pp. 315-340, doi: 10.1435/23559.

dall’Autorità nella gestione di tali processi, discrezionalità che i due studiosi hanno definito priva di una qualunque forma di controllo e trasparenza<sup>303</sup>.

La significativa ondata di concentrazioni avviata in quegli anni, che come detto fu il frutto di un orientamento ben preciso della Banca Centrale italiana, ha indotto l’avvio di una serie di ricerche con l’obiettivo di misurare la presenza (e il relativo livello) di economie di scala e di diversificazione nella fornitura dei servizi finanziari. Analizzando brevemente tali studi<sup>304</sup> si riscontra la presenza di economie di scala e di diversificazione solo per le imprese bancarie di ridotte dimensioni. Poco più tardi, si verificò una maggiore esistenza delle economie di scala, che, quindi, caratterizzano anche società di dimensioni più elevate, ma lo stesso non si potette affermare per le economie di diversificazione. Le ricerche ci hanno portato ad una prima conclusione sull’inadeguatezza dimensionale delle nostre banche, le quali sembravano non presentare una dimensione efficiente, se rapportata al mercato in cui operano. Altro risultato importante riguarda l’utilizzo delle (limitate) economie, che venivano sfruttate da pochi operatori, e, di conseguenza, lasciavano fuori la maggior parte delle imprese. A quel tempo, quindi, l’industria bancaria era caratterizzata dalla c.d. *excess capacity*, ovvero c’era un numero eccessivo di imprese aventi dimensioni troppo piccole per operare in modo efficiente, e quindi sfruttare le economie di scala e di diversificazione.

Ed è proprio tale contesto operativo che ha indotto ad una così massiccia ondata di concentrazioni: solo negli anni ’90 si contano ben 304 operazioni, tra fusioni e incorporazioni di banche italiane.

Le concentrazioni bancarie, pertanto, sono un fenomeno assolutamente insito nel nostro Paese, siamo partiti, agli inizi degli anni ’90, con ben 1.108 banche, che nel 2000 divennero 841, per poi arrivare ad oggi a quota 684<sup>305</sup>.

Se questo è quanto accadeva negli anni ’90, è opportuno notare come, in epoche più recenti l’atteggiamento della Banca d’Italia sulle operazioni di fusione e acquisizione sia completamente cambiato: è passata dall’essere la principale promotrice (si verificarono dei casi nei quali Bankitalia richiedeva delle acquisizioni che non provenivano in alcun modo

---

<sup>303</sup> Per approfondire il sistema bancario italiano degli anni ‘90, si rimanda a E. MONTANARO – M. TONVERONACHI, *I processi di concentrazione nella gestione delle crisi bancarie. Il caso italiano, 1992-2004*, cit., pp. 315-340.

<sup>304</sup> M. GRILLO, *Concentrazioni bancarie e concorrenza*, in "il Mulino" 3/2006, pp. 508-516, doi: 10.1402/22113.

<sup>305</sup> Cfr. A. GALLO, *Concorrenza tra grandi banche nel mercato italiano: un’analisi empirica*, in "Banca Impresa Società" 1/2010, pp. 113-144, doi: 10.1435/31907.

da iniziative imprenditoriali, bensì erano frutto di una sua *moral suasion*), all'essere l'Autorità che maggiormente ostacolava le offerte, soprattutto se queste si presentavano come ostili.

Tale cambiamento di rotta è dovuto essenzialmente alla diversa visione del rapporto concentrazione – concorrenza che ha caratterizzato gli ultimi anni. Su tale tematica esistono due teorie, che in ottica completamente differente, cercano di rispondere al quesito posto dai *policy maker*: la presenza di troppe forze competitive rappresenta una possibile lesione della stabilità dei sistemi finanziari, o viceversa, la concentrazione risulta lesiva della concorrenza?; in altri termini, è meglio la competizione o il consolidamento?

La risposta a questo interrogativo sarà diversa a seconda la teoria di riferimento: il paradigma SCP (struttura – condotta - *performance*) o la teoria della contendibilità.

### **IL PARADIGMA SCP**

Tale teoria, vede nel consolidamento una fonte di collusione<sup>306</sup> e di sfruttamento del potere di mercato, che sarà tanto più elevato quanto maggiore è il grado di concentrazione (basso numero di aziende nel mercato) e quanto più alte sono le barriere all'entrata<sup>307</sup>.

### **LA TEORIA DELLA CONTENDIBILITÀ**

Secondo questo approccio, a definire la concorrenzialità nel settore, non è il numero di imprese che vi operano, quanto la presenza o meno di barriere sia all'entrata che all'uscita. Ciò che rileva, pertanto, non è la concorrenza effettiva, ma quella potenziale, in quanto quest'ultima è in grado di ostacolare il potere monopolistico. Tale risultato ci porta ad una conclusione importante: un mercato può essere competitivo anche se presenta un numero ridotto di aziende.

Alcuni lavori, assumendo che la concorrenza sia funzione diretta del numero di aziende ed inversa della quota media di mercato, hanno testato l'approccio SCP, avvalendosi dell'uso di misure di concentrazione. L'obiettivo era proprio quello di verificare la maggiore presenza di comportamenti collusivi, e di conseguenza anticompetitivi, man mano che il numero di aziende si riduceva e le loro dimensioni aumentavano. In ogni caso, bisogna tener presente che i risultati dell'analisi cambierebbero se si tenesse anche conto della presenza o meno di barriere all'entrata e all'uscita; se, infatti, il mercato presentasse

---

<sup>306</sup> Per collusione s'intende la possibilità di porre in essere accordi, nella maggior parte dei casi fraudolenti, con il fine ultimo di ottenere reciproci vantaggi.

<sup>307</sup> Si comprende come, a mio avviso, in tale circostanza, a farne le spese saranno i piccoli risparmiatori.

libertà d'ingresso, anche la sola potenziale concorrenza da parte di nuovo *competitor* renderebbe il mercato contendibile, e dunque concorrenziale, anche con un numero non elevato di imprese attive.

I risultati empirici sembrano non presentare risultati univoci: alcuni<sup>308</sup>, hanno riscontrato una non significativa relazione tra concentrazione e quota di mercato, altri<sup>309</sup>, invece, hanno verificato una relazione inversa tra la concentrazione del mercato e il livello di concorrenza.

Per una completezza di esposizione, si tenga presente, che la maggior parte degli studi volti alla valutazione del livello di concentrazione e, quindi, del grado di concorrenza in un determinato settore, utilizzano uno dei seguenti indici:

- indice di concentrazione delle quattro imprese, ottenuto come la somma delle quote di mercato (somma fatturato delle società/ fatturato del mercato) delle quattro imprese più grandi. Il *ratio* avrà un valore compreso tra 0 (concorrenza perfetta) e 100 (monopolio);
- indice di Herfindahl – Hirschman (HHI), in genere più usato rispetto al precedente, non è altro che la somma al quadrato delle quote di mercato di tutte le imprese attive nel settore. L'indice ricadrà in uno dei seguenti tre *range*:
  1. < 1000 => settore molto competitivo;
  2. 1000 < valore indice < 1800 => settore moderatamente competitivo;
  3. > 1800 => settore con scarsa competizione<sup>310</sup>.

Allo stesso modo, quindi, il fatto che il mercato bancario italiano, conti un elevato numero di imprese attive, non implica necessariamente contendibilità e concorrenzialità. Questo è quanto afferma MICHELE GRILLO, che in un suo articolo, dimostra come il sistema bancario italiano sia, ad oggi, ancora in *deficit* di concorrenzialità. Egli argomenta dicendo che i problemi dell'industria bancaria (che lui identifica negli “*ostacoli al libero estrinsecarsi*

---

<sup>308</sup> J. FERNANDEZ DE GUEVARA *et. al.*, *Market Power in European Banking Sectors*, in “Journal of Financial Services Research”, 27, pp. 109-137, 2005; J. FERNANDEZ DE GUEVARA *et. al.*, *Explanatory Factors of Market Power in the Banking System*, The Manchester School, vol. 75, n. 3, pp. 275-296, 2007; J. MAUDOS – A. NAGORE, *Explaining Market Power Differences In Banking: A Cross – Country Study*, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A. (Ivie) Working Paper Series EC 2005-10, 2005; S. CLAESSENS e L. LAEVEN, *What Drives Banks Competition? Some International Evidence*, in “Journal of Money, Credit and Banking”, 36(3), pp. 563-583, 2004.

<sup>309</sup> J. A. BIKKER – K. HAAF, *Competition, Concentration and Their Relationship: An Empirical Analysis of the Banking Industry*, in “Journal of Banking and Finance”, 26, pp. 2191-2214, 2002; J. A. BIKKER – J. M. GROENEVELD, *Competition and Concentration in the EU Banking Industry*, De Nederlandsche Bank, Research Series Supervision n. 8, 1998.

<sup>310</sup> Gli indici di concentrazione sono tratti da <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/indici-concentrazione-settore.htm>.

delle forze del mercato”), sono dovuti non tanto al pericolo che un processo di concentrazione generi o rafforzi una posizione dominante, quanto piuttosto ad assetti organizzativi delle società idonei alla creazione di comportamenti collusivi<sup>311</sup>.

Nonostante le diverse teorie, da quelle che evidenziano un legame diretto tra la concorrenza e il livello di concentrazione, a quelle che danno rilevanza non tanto alla concentrazione quanto alla concorrenza potenziale (indipendentemente dal numero di imprese attive), c'è un aspetto su cui la letteratura sembra concorde, vale a dire l'importanza che la concorrenza (effettiva o potenziale) riveste:

- nell'allocazione delle risorse sia all'interno della singola imprese, che al mercato;
- nel favorire l'efficienza produttiva e allocativa; e infine
- nel generare benefici in termini di costi.

La teoria economica, infatti, ha da sempre evidenziato gli effetti positivi (crescita della produttività, sviluppo, innovazione, riduzione del tasso di disoccupazione) che una pressione concorrenziale ha sulle *performance* del sistema economico. Tuttavia, per la realizzazione di questi risultati, non è sufficiente un adeguato livello di concentrazione, ma è necessaria una commistione di elementi, che nel loro complesso, garantiscano quella concorrenzialità idonea a consentire il pieno sfruttamento del potenziale intrinseco nel settore di riferimento. In particolare:

- elevato numero di agenti; o perlomeno
- assenza di barriere (all'entrata e all'uscita);
- un'informazione perfetta e simmetrica;
- perfetta mobilità dei fattori produttivi;
- assenza di costi di transazione;
- la completezza dei mercati;
- assenza di esternalità.

Ovviamente, il verificarsi contestuale di tutte queste condizioni è possibile solo in un contesto statico e deterministico mentre l'ambiente reale è, al contrario, dinamico ed aleatorio, pertanto, bisogna intervenire per permettere la realizzazione del contesto

---

<sup>311</sup> Cfr. A. GALLO, *Concorrenza tra grandi banche nel mercato italiano: un'analisi empirica*, cit., pp. 113-144; M. GRILLO, *Concentrazioni bancarie e concorrenza*, cit., pp. 508-516. Per approfondire la tematica, si rimanda a GALLO, per una visione più analitica ed empirica; mentre a GRILLO se si vuole un'analisi più teorica.

economico più idoneo a garantire quell'efficienza allocativa che consenta il corretto funzionamento dei mercati<sup>312</sup>. Ciò sarà possibile attraverso un'adeguata regolamentazione dei mercati, unita ad una robusta attività di *enforcement*.

A questo punto, non resta che comprendere come avviene il controllo sulle concentrazioni bancarie, e quale sia effettivamente l'Autorità preposta alla vigilanza su tale fenomeno.

#### **4.2.1 (Segue): LE AUTORITÀ PREPOSTE AL CONTROLLO SULLE CONCENTRAZIONI BANCARIE**

All'inizio del paragrafo che precede, ho messo in evidenza come la tematica delle concentrazioni bancarie sia sempre stata oggetto di numerosi dibattiti, e ciò è principalmente dovuto ad una sempre non chiara ripartizione delle competenze in materia tra Banca d'Italia e AGCM. Tale dibattito ha inoltre trovato il suo apice nel corso del 2005, durante il quale si sono verificati una serie di eventi di notevole rilevanza, che hanno modificato in maniera profonda il sistema finanziario italiano e la sua disciplina, anche per quanto attiene i poteri riconosciuti alle Autorità.

La riforma sui poteri delle Autorità in tema di concentrazioni bancarie, s'inserisce in un'iniziale contesto di modifiche normative ben diverso. Anche se il tema della concorrenza, unitamente al rapporto tra essa e la stabilità nel settore bancario, soprattutto per quanto attiene i poteri della Banca d'Italia e dell'AGCM, è stato al centro delle discussioni politiche già a partire dagli anni 2000, agli inizi del 2005, il Governo optò inizialmente per un non intervento su tale aspetto, lasciando invariato l'ordinamento vigente. Conforme a tale orientamento si mostrò anche il Parlamento in sede di approvazione di un disegno di legge sul risparmio d'iniziativa del Senato (siamo nell'ottobre del 2005, ddl n. 3328), durante il quale venne ancora ignorato il tema della concorrenza bancaria<sup>313</sup>.

---

<sup>312</sup> Cfr. M. BIANCO – S. GIACOMELLI – G. RODANO, *Concorrenza e regolamentazione in Italia*, in *Questioni di Economia e Finanza*, numero 123 – Aprile 2012, a cura della Banca d'Italia.

<sup>313</sup> È opportuno ricordare che l'intervento legislativo sul risparmio nasce a seguito del verificarsi delle note vicende di risparmio tradito (Cirio e Parmalat), oltre che dei bond argentini. In tale contesto, la riforma aveva lo scopo di ridisegnare la regolazione finanziaria, per ricostruire quella fiducia nel settore, che a seguito degli eventi di crisi, era stata completamente lesa.

Solo nella seduta della Camera del 21 dicembre del 2005, all'indomani della emersione (nel luglio dello stesso anno) del caso che la cronaca giornalistica ha ribattezzato "Bancopoli"<sup>314</sup>, il Governo presentò un emendamento avente ad oggetto una nuova disciplina della concentrazione bancaria e della ripartizione delle competenza tra le Autorità. Si è passati così da un contesto nel quale la tematica venne non era presa in considerazione, ad un altro nel quale invece essa assume una posizione prioritaria e difatti, non a caso, il Governo pose la fiducia su quell'emendamento, dichiarando implicitamente che bisognava riformare i rapporti tra le Autorità, ma solo nella direzione che il consiglio dei ministri riteneva più idonea<sup>315</sup>.

Al termine di questo *iter* parlamentare piuttosto travagliato, il 28 dicembre del 2005, venne definitivamente approvato il d.d.l. sul risparmio, entrato a far parte dell'ordinamento italiano come legge n. 262 del 2005 (comunemente noto come "Riforma del risparmio"), recante "disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari".

Tra le tante modifiche introdotte da tale legge, mi soffermerò solo su quelle che hanno inciso sugli assetti istituzionali, ed in particolare sui commi 11-14 dell'art. 19<sup>316</sup>, essendo queste le disposizioni che hanno modificato i poteri della Banca d'Italia e dell'AGCM in materia.

Innanzitutto, l'art. 19, comma 11, della l. n. 262/2005, abroga i commi 2, 3 e 6 dell'art. 20 della l. n. 287/1990: in questo modo sono stati trasferiti, in via esclusiva, dalla Banca d'Italia all'AGCM, i poteri d'intervento su questioni *antitrust*, e il diritto a conoscere su intese e abuso di posizione dominante, anche qualora dovessero essere coinvolte banche. Difatti, gli artt. 2 e 3 della legge *antitrust*, nella loro versione precedente, riconoscevano alla Banca d'Italia il potere d'intervento sull'*antitrust* bancario, essendo quest'ultima preposta alla vigilanza bancaria. Tale nuovo risultato non dovrebbe stupire, giacché il controllo sulle intese e abusi deve essere sottoposto al vaglio dell'Autorità *antitrust* e non di Banca d'Italia, anche se hanno per oggetto banche, e ciò nel pieno rispetto del diritto comune.

---

<sup>314</sup> Vedi *infra*.

<sup>315</sup> Ricordo che con la questione di fiducia viene subordinata la permanenza in carica del Governo all'approvazione di un testo di legge così come disegnato dallo stesso, senza la possibilità di porvi emendamenti.

<sup>316</sup> Si lascia al lettore lo studio delle modifiche apportate dalla legge sul risparmio, che vadano oltre il tema delle concentrazioni bancarie.

Si noti, tuttavia, come in tale quadro di riforme si sia deliberatamente scelto di partorire mantenere un differente trattamento tra le banche e le imprese di assicurazione<sup>317</sup>: mentre per le banche, la legge del 2005 ha trasferito ogni controllo *antitrust* all'AGCM, per le assicurazioni si è deciso di non abrogare l'art. 20, comma 4 della l. n. 287/1990, ai sensi del quale la competenza in materia di intese e abuso di posizione dominante è dell'AGCM, sentito però il parere dell'IVASS<sup>318</sup> (ex ISVAP). È difficile comprendere il motivo per il quale non si sia optato per la stessa soluzione nel caso delle banche, vale a dire subordinare l'intervento dell'AGCM al parere della Banca d'Italia<sup>319</sup>.

Mentre in tema di *antitrust* bancario, il comma 11, della legge 262/2005, sottrae la Banca d'Italia da qualunque potere d'intervento, il comma 12, del medesimo testo normativo, definisce un intervento congiunto tra Banca d'Italia e AGCM, per le operazioni che hanno ad oggetto acquisizione di partecipazioni di controllo (art. 19, T.u.b.) e concentrazioni restrittive della concorrenza (art. 6, l. n. 287/1990) che dovessero riguardare le banche. Secondo la legge sul risparmio, infatti, in occasione di tali operazioni, la Banca d'Italia, in ottemperanza alle disposizioni del testo unico, valuterà la sana e prudente gestione, mentre l'AGCM, nel rispetto della legge *antitrust*, verificherà gli effetti che l'operazione avrà sulla concorrenza.

Inoltre, l'art. 19, comma 13, della legge sul risparmio, stabilisce che *“i provvedimenti delle Autorità di cui al comma 12 sono emanati con un unico atto, entro sessanta giorni dalla presentazione dell'istanza completa della documentazione occorrente. L'atto deve contenere le specifiche motivazioni relative alle finalità attribuite alle due autorità”*.

La nuova disciplina disegnata dalla l. n. 262/2005 non manca di dubbi e criticità: per quanto riguarda le novità introdotte dall'art. 19, comma 11, queste sembrano riprodurre le stesse problematiche presenti prima della riforma. Sul punto, COSTI (*Concorrenza e stabilità nel mercato bancario*, pag. 113, 2006) mise in evidenza come sia la dottrina che la giurisprudenza, in sintonia con l'orientamento del Consiglio di Stato, hanno più volte circoscritto la competenza della Banca d'Italia al mercato bancario, lasciando fuori le

---

<sup>317</sup> Una banca e un'impresa di assicurazione pur operando in mercati diversi hanno degli aspetti comuni. Ciò che le caratterizza è il ricorso ad una vigilanza prudenziale, seppur con obiettivi e Autorità preposte al controllo differenti. Entrambe, infatti, devono sottostare al rispetto di determinati requisiti (uno fra tutti, di capitale) ed esercitano la loro attività in settori vigilati. Questo poteva far pensare ad una parità di trattamento, con le opportune differenze.

<sup>318</sup> L'IVASS (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni) è l'autorità preposta alla vigilanza sulla stabilità del mercato assicurativo e alla tutela del consumatore. Nel 2012 ha sostituito, subentrando in tutte le funzioni, le competenze e i poteri l'ISVAP. Cfr. [http://www.ivass.it/ivass/impresе\\_jsp/HomePage.jsp](http://www.ivass.it/ivass/impresе_jsp/HomePage.jsp).

<sup>319</sup> Cfr. R. COSTI, *Concorrenza e stabilità nel mercato bancario*, in "Analisi Giuridica dell'Economia" 1/2006, pp. 111-116, doi: 10.1433/22355;

operazioni di concentrazione realizzate al di fuori dello stesso, anche se dovessero coinvolgere banche, oppure qualora vengano effettuate nel mercato bancario, ma vedano come attori non solo soggetti bancari. Pertanto, secondo tale orientamento, a seguito di operazioni di concentrazione, la Banca d'Italia dovrebbe intervenire solo se queste avvengano nell'ambito del mercato bancario e come attori esclusivamente banche.

Secondo COSTI, quindi, perplessità sul reale perimetro d'intervento di Banca d'Italia non sono state risolte con la nuova disciplina; il criterio adottato per definire la competenza congiunta della Banca d'Italia e dell'AGCM sembra essere quello soggettivo: si osserva il soggetto che pone in essere la concentrazione, e qualora dovesse essere una banca, scatterà l'intervento della Banca d'Italia, circoscritto alla verifica della sana e prudente gestione. Pertanto, in tutte le ipotesi "miste"<sup>320</sup>, il controllo sulla compatibilità dell'operazione con la concorrenzialità del mercato sarà esclusivo dell'AGCM.

Non mancano problemi neanche su quanto disposto dall'art. 19, comma 12, della legge sul risparmio, sui rapporti tra Banca d'Italia e AGCM, nelle materie di competenza condivisa. La lettura di tale articolo genera una sorta di "invasione di capo" tra le due Autorità; in quanto:

- la competenza dell'AGCM si estende anche al controllo sulle operazioni di acquisizione avente ad oggetto partecipazioni bancarie, anche se queste non si dovessero configurare come concentrazione;
- la Banca d'Italia si trova investita di poteri di controllo su operazioni di concentrazioni, anche se non dovessero avere per oggetto partecipazioni bancarie, con la chiara conseguenza che non ci potrà essere nessun impatto sulla sana e prudente gestione, facendo venir meno il controllo dell'Autorità.

COSTI ritiene che la competenza condivisa dovrebbe riguardare *"esclusivamente le operazioni per le quali le Autorità hanno una competenza naturale, ossia conforme alle proprie finalità"*; pertanto, l'intervento congiunto si realizzerebbe solo nelle ipotesi di acquisizioni di partecipazioni bancarie (di cui art. 19, t.u.b.), a seguito delle quali si verifichi anche una concentrazione (ai sensi dell'art. 6, l. n. 287/1990).

Anche sulla predisposizione di un atto unico (art. 19, comma 13, l. n. 262/2005) non sono mancate perplessità. Sul punto, CAPRIGLIONE (L'ordinamento finanziario italiano, pag.

---

<sup>320</sup> Per ipotesi miste s'intendono operazioni di concentrazioni che coinvolgono banche, ma al di fuori del mercato bancario.

171, 2010), evidenzia come la “singolare figura” dell’atto unico generi problemi legati al contrasto con le disciplina sul procedimento amministrativo, unitamente all’esercizio del diritto di accesso ai documenti della Pubblica Amministrazione, di cui alla legge n. 241/1990; inoltre, visti i diversi interessi perseguiti dalle Autorità, l’emanazione di un atto unico non risulta una via opportuna ed idonea.

Le numerose critiche, alcune delle quali sopra esposte, non sono rimaste in sordina, ma hanno determinato un intervento correttivo della legge n. 262/2005, ad opera del d. lgs. n. 303 del 2006 (noto anche come “decreto Pinza”).

Il decreto Pinza<sup>321</sup>, ha nuovamente ridisegnato il perimetro d’intervento della Banca d’Italia e dell’AGCM, con riguardo alle operazioni di fusione e concentrazione di banche. In particolare, ha abrogato le modifiche che la legge n. 262/2005 aveva apportato alla legge n. 287/1990, modificandone l’art. 20. Possiamo riassumere nel modo seguente le principali modifiche apportate all’art. 20 della l. n. 287/1990, ad opera dell’art. 2 del d. lgs. 303/2006:

- risolve il problema dell’atto unico, stabilendo che *“nel caso in cui l’intesa, l’abuso di posizione dominante o la concentrazione riguardino imprese operanti in settori sottoposti alla vigilanza di più autorità, ciascuna di esse può adottare i provvedimenti di propria competenza”*. Si perviene, quindi, ad una netta distinzione tra gli atti delle Autorità;
- con riguardo alla competenza congiunta, riscrive il comma 5 dell’art. 20, affermando che *“per le operazioni di acquisizione del controllo di banche che costituiscono concentrazione soggetta a comunicazione preventiva ai sensi dell’art. 16, i provvedimenti della Banca d’Italia, previsti dall’art. 19 del testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, per le valutazioni di sana e prudente gestione, e dell’Autorità di cui all’articolo 10, ai sensi dell’art. 6, per le valutazioni relative all’assetto concorrenziale del mercato, sono adottati entro 60 giorni dalla presentazione dell’istanza completa della documentazione occorrente”*<sup>322</sup>; ed infine
- definisce un potere d’intervento della Banca d’Italia (art. 20, comma 5-bis), consentendole di richiedere all’AGCM di autorizzare:

---

<sup>321</sup> Nome con cui comunemente s’identifica il d. lgs. 303/2006.

<sup>322</sup> Le modifiche auspiccate da COSTI sembrano essere state accolte.

- a) *“un’intesa, in deroga al divieto dell’art. 2, per esigenze di funzionalità del sistema dei pagamenti ...”*;
- b) *“un operazione di concentrazione riguardante banche o gruppi bancari che determini o rafforzi una posizione dominante, per esigenze di stabilità di uno o più dei soggetti coinvolti”*<sup>323</sup>.

Infine, delle modifiche introdotte dalla legge n. 262/2005, non si possono trascurare quelle riguardanti gli equilibri interni alla Banca d’Italia, in particolare con riferimento al ruolo del Governatore. Gli interventi sulla struttura organizzativa della nostra banca centrale, nascono anche a seguito del coinvolgimento nel caso “Bancopoli” dell’allora Governatore Antonio Fazio, che ha messo in luce un potere forse eccessivamente discrezionale dell’organo di vertice di Banca d’Italia.

Gli accadimenti saranno oggetto di trattazione del prossimo paragrafo, qui mi limiterò a presentare i cambiamenti che hanno investito la banca centrale, ed il ruolo all’interno di essa del Governatore:

- cambia il procedimento di nomina del Governatore. La nomina non è più tecnica ma politica, difatti, è disposta con d.p.r. del Presidente della Repubblica, su proposta del Presidente del Consiglio, previa deliberazione del Consiglio dei ministri e sentito il parere del Consiglio superiore della Banca d’Italia (art. 19, comma 8, legge n. 262/2005);
- il Governatore rimane in carica 6 anni, con mandato rinnovabile solo una volta; lo stesso vale per gli altri membri del direttorio (art. 19, comma 7);
- *“i provvedimenti aventi rilevanza esterna rientranti nella competenza del Governatore e ... su sua delega sono trasferiti al direttorio”* (art. 19, comma 6); ed infine
- viene predisposto un nuovo ordine gerarchico per l’Autorità, al cui vertice si pone un organo collegiale, al contrario di quello monocratico identificato in passato dal Governatore. L’*intentio legis* di tale riorganizzazione è proprio quello di evitare una identificazione del Governatore con l’istituzione cui fa capo, rischiando di generare

---

<sup>323</sup> Tuttavia, tali eccezionali autorizzazioni *“non possono comunque consentire restrizioni della concorrenza non strettamente necessarie al perseguimento delle finalità indicate”* (art. 20, comma 5-ter).

(come poi di fatto è accaduto) un'intervento di quest'ultimo lesivo degli interessi, e delle finalità perseguite dalla stessa Autorità<sup>324</sup>.

### 4.3 IL CASO “BANCOPOLI”: IL RUOLO DELLA CONSOB

Il 2005 è stato un anno caratterizzato da una serie di offerte pubbliche di acquisto antagoniste che hanno coinvolto molte banche italiane ed estere, nonché soggetti di spicco del mondo finanziario. Il caso “Bancopoli”, così come ribattezzato dalla cronaca giornalistica, ha aperto un forte dibattito sulle tematiche Opa, grazie al quale si è presa coscienza della notevole rilevanza che le offerte pubbliche rivestono all'interno dell'economia, e che quindi queste ultime rappresentano uno strumento economico non trascurabile visti gli effetti che dal suo ricorso possono scaturire. Il problema delle vicende che si sono susseguite non fu la battaglia “a colpi di Opa” tra i vari attori per acquisire il controllo di determinate banche, quanto le irregolarità che sono state riscontrate: assenza della trasparenza richiesta dalla normativa Opa, che ha portato l'autorità di vigilanza sui mercati ad intervenire. Le banche italiane coinvolte che hanno rappresentato l'oggetto del contendere sono banca Antonveneta e Bnl<sup>325</sup>.

#### ➤ *IL CASO*

Il 30 marzo del 2005, la banca olandese *Abn Amro* ha promosso un'Opa volontaria totalitaria sulle azioni ordinarie di Antonveneta ad un prezzo di 25 euro per azione; la banca olandese, prima dell'offerta, deteneva il 12,7% del capitale sociale di Antonveneta<sup>326</sup>.

Tuttavia, il 9/05/2005, prima che l'offerta di *Abn Amro* avesse inizio, la Banca Popolare di Lodi (BPL, poi divenuta BPI<sup>327</sup>), che nel frattempo aveva incrementato la propria partecipazione in Antonveneta (dal 2,86% al 30%), promosse un'OPS concorrente su azioni ordinarie e obbligazioni convertibili di Antonveneta.

---

<sup>324</sup> Quanto esposto nel presente paragrafo è tratto da R. COSTI, *Concorrenza e stabilità nel mercato bancario*, cit., pp. 111-116; AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. CAPRIGLIONE, cit., pagg. 167 e ss.

<sup>325</sup> La mia analisi si concentrerà sulla scalata alla banca Antonveneta; sul caso Bnl mi limiterò ad enunciare la vicenda.

<sup>326</sup> La Banca d'Italia autorizzò l'offerta da parte della banca olandese, fissando l'inizio dell'Opa in data 19/05/2005.

<sup>327</sup> Banca Popolare Italiana.

Banca Antonveneta si trovò, quindi, contesa tra due banche: una italiana e l'altra olandese. Fin qui niente di male (la legge non vieta che sulle stesse azioni vengano promosse due offerte concorrenti e ciò nel pieno rispetto del libero mercato) se non fosse che il 10 maggio 2005, la Consob ha accertato, dopo un'attenta attività istruttoria, l'esistenza di un patto parasociale occulto<sup>328</sup> tra un gruppo di soggetti (che la stampa soprannominò “*i furbetti del quartierino*” prendendo spunto dalle intercettazioni pubblicate). I protagonisti del patto erano: BPL, il finanziere Emilio Gnutti, G.P. Finanziaria S.p.a., Fingruppo Holding S.p.a., gli imprenditori: Tiberio Lonati, Fausto Lonati, Ettore Lonati e Danilo Coppola<sup>329</sup>. Il patto aveva come oggetto l'acquisto di concerto di azioni ordinarie Antonveneta al fine di acquisire il controllo congiunto della banca<sup>330</sup>.

È interessante comprendere il *fumus* che ha indotto la Consob ad approfondire la vicenda ed a fare gli opportuni accertamenti. Nel bollettino del 2005, la Commissione con delibera n. 15029, accerta la stipulazione di un patto parasociale avente per oggetto le azioni della Banca Antoniana Popolare Veneta s.p.a. (BAPV). Dal bollettino si evince che l'autorità di vigilanza ha riscontrato, a partire dal mese di novembre del 2004, un andamento anomalo delle azioni Antonveneta. Il titolo presentava un progressivo incremento delle quotazioni e dei volumi scambiati; si osservi a tal proposito il grafico che segue:

---

<sup>328</sup> È opportuno tener presente che ai sensi dell'art. 122 del T.u.f. in vigore nel 2005 “*i patti, in qualunque forma stipulati, aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano sono:*

- a) comunicati alla Consob entro cinque giorni dalla stipulazione;
- b) pubblicati per estratto sulla stampa quotidiana entro dieci giorni dalla stipulazione;
- c) depositati presso il registro delle imprese del luogo ove la società ha la sede legale entro quindici giorni dalla stipulazione.

La Consob stabilisce con regolamento le modalità e i contenuti della comunicazione, dell'estratto e della comunicazione.

In caso di inosservanza degli obblighi previsti dal comma 1 i patti sono nulli.

Il diritto di voto inerente alle azioni quotate per le quali non sono stati adempiuti gli obblighi previsti dal comma 1 non può essere esercitato ...”.

<sup>329</sup> Danilo Coppola ha partecipato a questo patto tramite le società Finpaco Project S.p.a. e Tikal Plaza Sa.

<sup>330</sup> Il comma 5 dell'art. 122 del t.u.f. precisa che tutte le disposizione previste nei commi 1, 2, 3 e 4 si applicano anche “*ai patti, in qualunque forma stipulati:*

- a) *che istituiscono obblighi di preventiva consultazione per l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano;*
- b) *che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse;*
- c) *che prevedono l'acquisto delle azioni o degli strumenti finanziari previsti dalla lettera b);*
- d) *aventi per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società.”*

Sono proprio le lettere c) e d) del sopracitato articolo a rappresentare l'oggetto del patto, che, pertanto, doveva essere comunicato alla Consob entro cinque giorni dalla stipulazione (art. 122, comma 1, t.u.f.), comunicazione che non è stata effettuata e che pertanto ha fatto sì che il patto sia ritenuto occulto e contro le disposizioni di legge.



Come possiamo riscontrare dal grafico, il titolo Antonveneta ha subito, a partire da fine 2004, un incremento significativo e sempre crescente della propria quotazione, sintomo questo di movimenti sospetti all'interno del mercato, che trovano spiegazione in acquisti superiori rispetto a quelli che in genere interessano il titolo. Difatti, il prezzo delle azioni, che in media era posizionato intorno ai 15 euro, incomincia a discostarsi di parecchio dal suo valore medio, raggiungendo, il 22/04/2005, quota 27,71 euro, per poi diventare stazionario intorno ai 26 euro.

Dalle indagini, emerse che BPL attraverso il patto tenuto segreto e non comunicato alla Consob (come previsto dalla normativa) incominciò a rastrellare azioni Antonveneta a partire dal novembre del 2004, giustificando in tal modo l'incremento della quotazione; ciò nonostante, Gianpiero Fiorani (Amministratore Delegato di BPL) in data 17/01/2005, dichiarava il possesso di solo il 2% di azioni Antonveneta.

Il 17 maggio del 2005 BPL, che nel frattempo negava l'esistenza del patto contestatogli dalla Consob, promosse un'Opa obbligatoria sulle azioni ordinarie di Antonveneta ad un prezzo di 24,47 euro per azione. Inoltre, in tale occasione, la banca di Lodi ritirò l'Opa del 9 maggio per dare inizio ad una nuova OPAS volontaria sulle azioni di Antonveneta con un corrispettivo di 26 euro per azione. Pur avendo già offerto un prezzo superiore rispetto alla banca olandese (i 26 euro contro i 25 euro offerti da *Abn Amro*), il 3 giugno promosse una nuova offerta per rendere ancora più appetibile agli oblati la sua proposta, attraverso la definizione di un diverso criterio di calcolo del conguaglio, lasciando il corrispettivo sempre a quota 26 euro per azione.

Pertanto, in capo ad Antonveneta pendevano tre offerte: un'Opa volontaria totalitaria promossa da *Abn Amro* e due offerte (una volontaria e l'altra obbligatoria) promosse da BPL.

A partire da questo momento comincia una vera e propria battaglia “al migliore offerente”: *Abn Amro* incrementò il suo prezzo d’offerta iniziale, passando da 25 a 26,50 euro; a tale incremento rispose BPL che portò il prezzo offerto da 26 a 27,50 euro.

Siamo a metà luglio 2005, quando *Abn Amro* dichiarò di aver raggiunto una partecipazione in Antonveneta di circa il 30% (considerando anche le obbligazioni convertibili in suo possesso); mentre BPI comunicò il raggiungimento di soglia 50% del capitale sociale di Antonveneta, grazie all’autorizzazione ottenuta da Banca d’Italia per l’acquisizione di tale partecipazione.

Ed è anche in questa fase che venivano riscontrate altre irregolarità, questa volta, però, coinvolgenti anche la Banca d’Italia. I diversi articoli di giornali di quel periodo, misero in luce i legami amicali tra Fiorani e l’allora Governatore di Banca d’Italia Fazio, che pare avrebbe consentito un più facile raggiungimento della soglia appena descritta da parte di BPI; vi era infatti il sospetto che Fazio avesse accelerato le autorizzazioni per BPI e contestualmente rallentato quelle di *Abn Amro*<sup>331</sup>.

Il 22 luglio del 2005 si concluse con esito negativo l’Opa di *Abn Amro*, che era riuscita ad attirare adesioni per solo il 2% del capitale di Antonveneta, non raggiungendo il 50% del capitale a cui l’efficacia dell’offerta era condizionata.

In pari data, la Consob accertava l’esistenza di un altro patto occulto, che vede sempre come protagonista BPI ma questa volta con la Magiste International Sa, avente ad oggetto l’acquisto di concerto delle azioni Antonveneta ed il conseguente esercizio congiunto del controllo su di essa.

Inoltre, com’è possibile leggere dal bollettino Consob del 2005, la Commissione accertava, con delibera n. 15116 e a seguito dei numerosi controlli posti in essere fino al 20 luglio 2005, l’utilizzo da parte di Fiorani di *hedge funds* (Generation Fund e Active Fund) come interposte persone della BPI nell’operazione di acquisto di azioni ordinarie di BPAV. Tale interposizione andava contro le disposizioni di legge, in quanto, degli acquisti compiuti tramite tali fondi, bisognava darne comunicazione ai sensi degli artt. 120 del t.u.f. e 118 del

---

<sup>331</sup> Fece scalpore la frase che Fiorani disse a Fazio e che emerse nelle intercettazioni telefoniche intercorse fra i due, secondo la quale Fiorani avrebbe espresso la sua gratitudine dandoli “un bacio di fronte”. Si comprende facilmente come tra il rappresentante di un’autorità di vigilanza ed un operatore del mercato non ci possa essere un rapporto così stretto e confidenziale. Il comportamento illecito del Governatore è stato giustificato da quest’ultimo con l’esigenza di tutelare l’italianità della banca Antonveneta, per evitare che quest’ultima finisse nelle mani di un soggetto estero. Il reato di aggio fu infatti confermato dalla seconda sezione penale della Cassazione (vedi *infra*).

Regolamento Emittenti, comunicazione che avrebbe portato anche alla ridefinizione del prezzo dell'Opa obbligatoria.

Il 22 luglio del 2005 la Procura di Milano disponeva il sequestro delle azioni di Antonveneta possedute da BPI (comprese quelle possedute per il tramite degli *hedge fund*), da Gnutti, Fingruppo Holding Sa, G.P. Finanziaria S.p.a., dai Lonati, da Coppola e da Magiste International Sa.

Oltre al sequestro giudiziario, è intervenuta anche la Consob che, in forza dell'art. 102 del t.u.f., ha sospeso le offerte promosse di BPI a seguito della mancata trasparenza richiesta dall'ordinamento e viste le carenze informative sull'operazione.

Il 26 settembre del 2005 la banca olandese, non avendo più alcuna concorrenza su Antonveneta, è riuscita, previa sottoscrizione di un contratto di compravendita con gli azionisti di BPAV, a raggiungere il 55,8% del capitale sociale della banca. Successivamente ha lanciato un'Opa obbligatoria sulla totalità del capitale ad un prezzo di 26,50 per azione<sup>332</sup>.

Nel dicembre del 2005, quando ormai sembravano essere stati individuati tutti i "furbetti", ci si accorse che nella vicenda risultava coinvolta anche la compagna assicurativa Unipol, che avrebbe aiutato BPI nel rastrellamento delle azioni Antonveneta.

L'Unipol ebbe un ruolo non solo nel caso Antonveneta, ma fu la protagonista nel caso Bnl. Ripercorriamolo brevemente.

Il 29 marzo del 2005 il *Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Sa* (Bbva) promuove un'OPS volontaria sulla totalità delle azioni Bnl; l'offerta era condizionata al raggiungimento del 50% del capitale e prevedeva un corrispettivo pari ad una azione di nuova emissione di Bbva ogni 5 di Bnl.

L'offerta di Bbva si concluse con esito negativo, a seguito del mancato raggiungimento della quota a cui era condizionata l'offerta, e nonostante il patto parasociale di voto e di blocco che la banca spagnola aveva preventivamente sottoscritto con Assicurazioni Generali S.p.a e Dorint Holding Sa (appartenente a Della Valle).

Nel luglio del 2005, quando l'offerta di Bbva non era ancora conclusa, si è verificato che Unipol e altri soggetti avevano concluso un patto parasociale, l'obbligo di promuovere

---

<sup>332</sup> Per completezza d'informazioni, nel 2008 banca Antonveneta entra a far parte del gruppo MPS, per poi, nel 2013 fondersi per incorporazione con il Monte dei Paschi.

un'Opa successiva totalitaria (visto il raggiungimento del 30% del capitale a seguito dell'accordo). Il 14 settembre del 2005 l'Unipol promosse un'offerta (2,70 per azione), ma questo andava in contrasto con quanto disposto dalla legge, che prevedeva<sup>333</sup> l'obbligo solidale di promuovere l'offerta (*ex art. 109, t.u.f.*), a seguito della sottoscrizione di un patto parasociale; pertanto, l'offerta doveva essere promossa congiuntamente da Unipol con tutti i partecipanti all'accordo.

Vista l'interazione tra una società assicurativa ed una banca, l'operazione doveva ottenere l'autorizzazione da parte di Banca d'Italia ed Isvap, sentito il parere dell'*Antitrust* per il controllo sulle concentrazioni. La Banca d'Italia negò l'autorizzazione all'operazione, perché ritenne che il nuovo soggetto finanziario che si sarebbe venuto a creare a seguito del successo dell'offerta, vale a dire la Holmo<sup>334</sup>- Bnl, sarebbe stato privo della stabilità patrimoniale necessaria al rilascio dell'autorizzazione; di conseguenza la Consob non autorizzò l'operazione<sup>335</sup>.

Come ho avuto modo di evidenziare più volte nei capitoli che precedono, le vicende che si sono susseguite nel corso del 2005, hanno rappresentato un banco di prova per le offerte pubbliche, mettendo alla luce numerose lacune sia procedurali che organizzative (della stessa Banca d'Italia); lacune che si è cercato di superare con i molteplici interventi normativi che sono succeduti, ricordo fra tutti la l. n. 262/2005<sup>336</sup>.

Oltre alle sopracitate riforme normative che hanno coinvolto in maniera massiccia l'ordinamento finanziario italiano, non sono mancate, ovviamente, le condanne penali a carico dei protagonisti della vicenda. Il reato che fa da perno alle numerose accuse in capo ai soggetti coinvolti è quello di aggio, che ai sensi dell'art. 2637 del codice civile investe *“chiunque diffonde notizie false, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, quotati o non quotati, ovvero ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari, e punito con la pena della reclusione da uno a cinque anni”*. Fiorani, inoltre, dovrà rispondere

---

<sup>333</sup> E prevede tutt'ora.

<sup>334</sup> Holmo è la controllante di Unipol, e l'obiettivo dell'Opa era quello di creare un nuovo conglomerato finanziario Holmo-BNL.

<sup>335</sup> Ad oggi Bnl fa parte del gruppo BNP PARIBAS, a seguito dell'Opa lanciata il 3 febbraio 2006 dalla banca francese.

<sup>336</sup> Le modifiche introdotte nel nostro ordinamento della legge sul risparmio sono già state oggetto di analisi nelle pagine che precedono.

anche di *insider trading*, ostacolo all'attività di vigilanza della Consob, falsa dichiarazione a pubblico ufficiale, falso in bilancio e falso prospetto<sup>337</sup>.

Il 28 novembre del 2012, arrivano dalla seconda sezione penale della Cassazione, le condanne definitive per l'ex Governatore di Banca d'Italia (due anni e mezzo di reclusione); per Giovanni Consorte e Ivano Sacchetti, che ai tempi della vicenda erano al vertice di Unipol (un anno e 8 mesi); per Fiorani (un anno)<sup>338</sup>.

Mentre, per la scalata su Bnl di Unipol, Fazio ed altre 10 persone imputate, sono state assolte dal reato di aggio perché secondo la terza sezione penale della Corte d'appello di Milano il "fatto non sussiste"; gli unici condannati sono stati Consorte (un anno e 7 mesi) e Sacchetti (un anno e 6 mesi) per ostacolo all' autorità di vigilanza e *insider trading*<sup>339</sup>.

---

<sup>337</sup> La ricostruzione storica dei principali accadimenti rientranti nel caso "Bancopoli" è tratta dalla Relazione annuale Consob per l'anno 2005, pagg. 200 ss., facilmente consultabile all'indirizzo [http://www.consob.it/main/consob/publicazioni/relazione\\_annuale/storico\\_relazioni.html](http://www.consob.it/main/consob/publicazioni/relazione_annuale/storico_relazioni.html); da un articolo di stampa del 20 settembre 2014, "i furbetti del quartierino, ovvero bancopoli", pubblicato su [www.economistiinvisibili.investireoggi.it](http://www.economistiinvisibili.investireoggi.it); bollettini Consob del 2005, delibere n. 15029 e 15116.

<sup>338</sup> Cfr. articolo di stampa del 28 novembre 2012, *Antonveneta, condanne definitive per Fazio e Consorte*, pubblicato su [www.affaritaliani.it](http://www.affaritaliani.it). Per approfondire la vicenda, si rimanda ai numerosi articoli di stampa.

<sup>339</sup> Cfr. articolo di stampa della Redazione Il Fatto Quotidiano, *Scalata Bnl- Unipol: 11 imputati assolti. Condannati solo Consorte e Sacchetti*, del 30/05/2012.

## CONCLUSIONI

In queste pagine ho voluto ripercorrere una materia, quella delle offerte pubbliche di acquisto, sempre oggetto di non pochi dibattiti, visti gli effetti economici che dal loro utilizzo possono scaturire. Siamo partiti dalla descrizione della disciplina, ripercorrendone le principali tappe che ci hanno condotto all'attuale quadro normativo, fino ad arrivare alla più recente modifica, ad opera del decreto "competitività", che ha inciso in maniera significativa sulla materia, vista l'introduzione della doppia soglia e del diverso trattamento per le piccole e medie imprese. Le PMI possono fissare, entro un determinato intervallo e prevedendolo in statuto, la soglia al raggiungimento della quale scatta l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto totalitaria. Ad oggi, quest'ultima modifica è già fonte di discussione e di critica, poiché si ritiene che non sia opportuno delegare all'impresa la fissazione della soglia, ma che sarebbe più corretto demandare tale decisione al pubblico potere. Personalmente concordo con tale critica: lasciare una certa discrezionalità nella previsione della soglia non è idoneo, giacché di fronte a tematiche di così elevata rilevanza e viste le conseguenze che possono derivare dal lancio di un'offerta, dovrebbe essere lo Stato, che tenuto conto della situazione economica, determini le soglie a cui tutti indistintamente devono sottostare.

Successivamente, sono state analizzate le offerte pubbliche ostili, che a dispetto di quanto si possa pensare sono molto frequenti, e ciò è strettamente legato ad una delle ragioni che maggiormente inducono al lancio di un'offerta, vale a dire la sostituzione di un *management* (inefficiente). A seguito di un'offerta pubblica ostile vi è la possibilità di adottare (nel rispetto di determinate condizioni) delle misure difensive volte ad evitare l'acquisizione.

Inoltre, abbiamo visto come le conseguenze di un'offerta pubblica non si limitano solo ad un eventuale cambiamento degli organi di vertice, ma in quanto modalità di acquisizione, possono incidere su tematiche *antitrust*, dando luogo a fenomeni (si pensi alle scatole cinesi) che possono essere anche fonte di abusi da parte di *raider*.

Infine, l'analisi si è conclusa evidenziando le differenze tra un'offerta lanciata da una società industriale e quella promossa per acquisire il controllo di una banca; in quest'ultimo caso devono essere rispettate anche le disposizioni previste dal t.u.b in tema di acquisizioni di pacchetti azionari bancari.

L'obiettivo di tutto il mio lavoro è stato da una parte, quello di mettere in evidenza un aspetto in cui credo fortemente e che spero il mio elaborato sia riuscito a mettere in luce, vale a dire la forte interconnessione tra il mondo dell'economia e del diritto, due mondi apparentemente distinti ma che sono assolutamente complementari; dall'altra, comprendere che le Opa non siano solo degli strumenti mediante i quali acquisire il controllo di una società, ma possono essere anche fonte di benefici o problematiche assolutamente non trascurabili. A tal proposito, nel corso delle pagine che precedono, ci si è accorti come la disciplina Opa non sempre è in grado di cogliere ed ostacolare i benefici privati che possono derivare dal lancio di un'offerta e che, di conseguenza, vanno a discapito del bene comune.

Il quadro normativo Opa è in continua evoluzione, e ancora ad oggi si sta delineando man mano che vengono alla luce tutti i vuoti normativi e che non consentono l'utilizzo benefico (collettivo e non del singolo) di tale operazione. L'obiettivo del diritto è proprio quello di intervenire laddove gli interessi economici del singolo sovrastano quelli della collettività; nel caso delle Opa si è visto come il lancio di un'offerta non incide solo sulle società coinvolte (offerente e *target*) ma hanno degli effetti (c.d. sistemici) che richiedono pertanto un intervento del pubblico potere per creare un terreno fertile allo sviluppo, laddove il libero mercato non è in grado di arrivare.

A mio avviso, ad oggi, il quadro normativo italiano in tema di Opa è abbastanza corretto, a seguito del verificarsi di diversi casi che ho avuto modo di analizzare (Olivetti-Telecom, "Bancopoli") e che hanno evidenziato delle lacune che con i diversi interventi normativi si è cercato di sanare. Ciò nonostante, il nostro paese necessita di un intervento più "audace", volto a dare un maggiore stimolo ad un mercato, quello del controllo societario appunto, che in Italia non è molto presente (a differenza degli altri paesi industrializzati) e che potrebbe essere fonte di sviluppo viste le efficienze che dal buon funzionamento di quest'ultimo potrebbero scaturire.

In definitiva, penso che si dovrebbe ridisegnare la disciplina Opa dandole una rotta "più liberale", nel senso di mettere le società nelle condizioni di poter cambiare più facilmente l'assetto di comando, scrollandoci di dosso l'idea dell'italianità, che spesso ha portato non pochi problemi, e allo stesso tempo non ha consentito un'evoluzione delle società italiane verso un mercato più grande (si pensi al caso Alitalia, le scalate Antonveneta e Bnl). A differenza di molti, che vedono nella mancata sostituzione dell'organo di vertice una fonte di stabilità, ritengo che questo possa rappresentare un "ingessamento" delle

società italiane, e la perdita di un' eventuale opportunità di sviluppo che dall' Opa si potrebbe originare.

Voglio concludere il mio elaborato con un auspicio: le offerte pubbliche di acquisto, e con esse il mercato del controllo societario, possono essere fonte di crescita che il Bel Paese non ha ancora compreso, visto il mancato sviluppo del mercato del controllo societario italiano. La mia speranza è che se ne prenda coscienza al più presto, e che vengano giorni nei quali lo Stato si renda finalmente conto che il mondo è cambiato, e che se non si consente alle imprese italiane di crescere, queste ultime saranno destinate a soccombere “sotto la morsa” delle multinazionali o comunque di società che sono riuscite a raggiungere una dimensione efficiente grazie al corretto utilizzo del mercato del controllo societario.

## BIBLIOGRAFIA

AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, seconda edizione, 2010;

AA.VV., *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. S. RICHTER Jr, Giappichelli, Torino, 2011;

AA.VV., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, sesta edizione, 2011;

L. ARNAUDO, *L'efficienza nel nuovo controllo comunitario delle concentrazioni*, in "Mercato Concorrenza Regole" 1/2005, pp. 51-76, doi: 10.1434/19640;

M. BIANCO – S. GIACOMELLI – G. RODANO, *Concorrenza e regolamentazione in Italia*, in Questioni di Economia e Finanza, numero 123 – Aprile 2012, a cura della Banca d' Italia;

J. A. BIKKER – K. HAAF, *Competition, Concentration and Their Relationship: An Empirical Analysis of the Banking Industry*, in "Journal of Banking and Finance", 26, pp. 2191-2214, 2002;

J. A. BIKKER – J. M. GROENEVELD, *Competition and Concentration in the EU Banking Industry*, De Nederlandsche Bank, Research Series Supervision n. 8, 1998;

C. BRESCIA MORRA, *Banca e industria fine di una separazione*, pubblicato su [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info), 10/07/2007;

M. BROGI, *Corporate governance bancaria e sana e prudente gestione*, in "Banca Impresa Società" 2/2010, pp. 283-308, doi: 10.1435/32153;

M. BROGI, *Corporate governance e modello dualistico in banche e assicurazioni*, Roma, Bancaria editrice, 2008;

F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario, la corporate governance delle società quotate*, Cedam, 2010;

S. CLAESSENS e L. LAEVEN, *What Drives Banks Competition? Some International Evidence*, in "Journal of Money, Credit and Banking, 36(3), pp. 563-583, 2004.

CONSOB, bollettini del 2005, delibere n. 15029 e 15116;

CONSOB, consultazione emittenti, allegato n. 4, *Analisi di impatto delle previsioni regolamentari volti a correggere gli effetti della "pressure to tender"*, 6/10/2010;

CONSOB, consultazione 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*, 18 febbraio 2011;

CONSOB, quaderno di finanza n. 51, *Il Consiglio di Amministrazione, la rotazione degli amministratori e la performance dell'impresa: l'esperienza italiana in una prospettiva comparata*, giugno 2002;

CONSOB, relazione annuale per l' anno 2005;

Corriere della Sera, *Mincato: le scatole cinesi? Già vietate*, pubblicato su [www.corriere.it](http://www.corriere.it), 20/06/2007;

R. COSTI, *Concorrenza e stabilità nel mercato bancario*, in "Analisi Giuridica dell'Economia" 1/2006, pp. 111-116, doi: 10.1433/22355;

M. DALLOCCHIO – G. LUCCHINI, *L'Opa ostile, il caso Olivetti – Telecom*, Bocconi, 2001;

A. DE BLASIO, *La legge italiana sulle Opa e le normative europee ed Usa*, Giuffrè, 1994;

F. DEBENEDETTI, *le scatole cinesi non sono uguali per tutti*, pubblicato su [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com), 21/10/2013;

A. DE MATTIA, *Nel labirinto delle scatole cinesi*, pubblicato su [www.unita.it](http://www.unita.it), del 30/06/2007;

- E. DESANA, *Opa e tecniche di difesa, dalle misure difensive “successive” a quelle “preventive”*, Giuffrè, 2003;
- L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori, la disciplina dell’Opa obbligatoria*, Il Mulino, 2002;
- L. ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle Opa nell’Unione Europea*, in *Rivista delle Società*, fasc. 4, 2010;
- G. FALCONE – G. ROTONDO – L. SCIPIONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Giuffrè, 2001;
- J. FERNANDEZ DE GUEVARA *et. al.*, *Market Power in European Banking Sectors*, in “*Journal of Financial Services Research*”, 27, pp. 109-137, 2005;
- J. FERNANDEZ DE GUEVARA *et. al.*, *Explanatory Factors of Market Power in the Banking System*, *The Manchester School*, vol. 75, n. 3, pp. 275-296, 2007;
- G. FERRARINI, *Le difese contro le opa ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. Soc.*, 2000;
- A. GALLO, *Concorrenza tra grandi banche nel mercato italiano: un’ analisi empirica*, in “*Banca Impresa Società*” 1/2010, pp. 113-144, doi: 10.1435/31907;
- M. GEREVINI, *Finanza la nuova stagione delle scatole cinesi*, pubblicato su [www.corriere.it](http://www.corriere.it), 12/08/2001;
- G. GRAZIOLI, *Controllo delle concentrazioni: la Commissione avvia una consultazione pubblica per perfezionare il Regolamento CE N. 139/2004*, pubblicato su [www.amministrazioneincammino.luiss.it](http://www.amministrazioneincammino.luiss.it), 23/07/2013;
- M. GRILLO, *Concentrazioni bancarie e concorrenza*, in “*il Mulino*” 3/2006, pp. 508-516, doi: 10.1402/22113;
- M. GRILLO – L. MAGNANI, *Valutazione antitrust delle concentrazioni in mercati oligopolistici*, in “*Mercato Concorrenza Regole*” 1/2004, pp. 217-238, doi: 10.1434/13243;

- A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società, le offerte pubbliche in Italia e negli Usa*, Giuffrè, Milano, 2007;
- F. LEONE, *Le scatole cinesi in Borsa*, pubblicato su [www.oltremedianews.com](http://www.oltremedianews.com), 24/03/2013
- N. LINCIANO, Consob, Quaderno di finanza n. 53, *Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione*, dicembre 2002;
- A. MANGANI – P. MARITI – A. MORI, *Alcuni sviluppi nell'analisi degli effetti anticoncorrenziali delle concentrazioni*, in "L'industria" 2/2001, pp. 277-312, doi: 10.1430/2340;
- L. MARTINELLI, *Scatole cinesi, paradisi esotici: com'è facile pagare poche tasse*, pubblicato su [www.altreconomia.it](http://www.altreconomia.it), 24/08/2009;
- R. MASERA, *La corporate governance nelle banche*, Bologna, Il Mulino, 2006;
- R. MASERA, *La crisi finanziaria e i modelli di corporate governance delle banche: implicazioni e prospettive*, in "Bancaria", n. 1, 2009;
- J. MAUDOS – A. NAGORE, *Explaining Market Power Differences In Banking: A Cross – Country Study*, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A. (Ivie) Working Paper Series EC 2005-10, 2005;
- S. MENGOLI – S. SANDRI, *La via fiscale contro le piramidi*, pubblicato su [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info), 10/09/2007;
- F. S. MISHKIN – S. G. EAKINS – G. FORESTIERI, *Istituzioni e mercati finanziari*, Pearson, 2007;
- E. MONTANARO – M. TONVERONACHI, *I processi di concentrazione nella gestione delle crisi bancarie. Il caso italiano, 1992-2004*, in "Banca Impresa Società" 3/2006, pp. 315-340, doi: 10.1435/23559;

F. MURINO, in *Commentario all' offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Giappichelli, 2010;

F. M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, in *Trattato di Diritto Commerciale*, diretto da R. Costi, Giappichelli, 2014;

P.O. MULBERT, *Corporate governance of Banks*, Working Paper Series in Law, University of Mainz and ECGI, Working Paper n. 130, August, 2009;

L. NIVARRA - V. RICCIUTO – C. SCOGNAMIGLIO, *Istituzioni di diritto privato*, Giappichelli, Torino, 2004;

L. F. PACE, *Diritto europeo della concorrenza, divieti antitrust, controllo delle concentrazioni e procedimenti applicativi*, Cedam, 2007;

L. PAGNI, *Stop alle scatole cinesi in Borsa in vista leggi anti-catene societarie*, pubblicato su [www.repubblica.it](http://www.repubblica.it), 09/06/2007;

R. PARDOLESI – A. PORTOLANO, *All'ombra delle piramidi. Appunti su OPA, governo societario e concorrenza tra ordinamenti*, in “Mercato Concorrenza Regole” 1/2004, pp. 217-238, doi: 10.1434/13243;

E. PEDERZINI, *Profili contrattuali delle offerte pubbliche di acquisto*, Giuffrè, 2004;

B. QUATRARO – L. G. PICONE, *Manuale teorico – pratico delle offerte pubbliche di acquisto e scambio*, Giuffrè, Milano, 2004;

Redazione Il Fatto Quotidiano, *Scalata Bnl- Unipol: 11 imputati assolti. Condannati solo Consorte e Sacchetti*, del 30/05/2012.

P. SCHWIZER – V. FARINA – V. STEFANELLI, *Dimension, in structure and skills mix in European boards*, Rapporto della Divisione Ricerche della Scuola di Direzione Aziendale dell' Università L. Bocconi di Milano, novembre, 2009.

A. SILJ, *Malpaese, Criminalità, corruzione e politica nell'Italia della prima Repubblica 1943-1994*, Donzelli, 1994;

A. TANTAZZI (ex Presidente della Borsa Italiana S.p.A.), *Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*, Roma, 10 febbraio 2004.

## **SITOGRAFIA**

[www.affaritaliani.it](http://www.affaritaliani.it)

[www.agcm.it](http://www.agcm.it)

[www.aletheiaonline.it](http://www.aletheiaonline.it)

[www.altalex.com](http://www.altalex.com)

[www.altreconomia.it](http://www.altreconomia.it)

[www.amministrazioneincammino.luiss.it](http://www.amministrazioneincammino.luiss.it)

[www.ansa.it](http://www.ansa.it)

[www.antoniodipietro.it](http://www.antoniodipietro.it)

[www.bankpedia.org](http://www.bankpedia.org)

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.camera.it](http://www.camera.it)

[www.consob.it](http://www.consob.it)

[www.corriere.it](http://www.corriere.it)

[www.diritto.it](http://www.diritto.it)

[www.economiafinanza.org](http://www.economiafinanza.org)

[www.economistiinvisibili.investireoggi.it](http://www.economistiinvisibili.investireoggi.it)

[www.europa.eu](http://www.europa.eu)

[www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

[www.financialounge.com](http://www.financialounge.com)

[www.glossario.iaconet.com](http://www.glossario.iaconet.com)

[www.governo.it](http://www.governo.it)

[www.huffingtonpost.it](http://www.huffingtonpost.it)

[www.ilfattoquotidiano.it](http://www.ilfattoquotidiano.it)

[www.ilghirlandaio.com](http://www.ilghirlandaio.com)

[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

[www.lavoce.info](http://www.lavoce.info)

[www.ivass.it](http://www.ivass.it)

[www.lavoce.info](http://www.lavoce.info)

[www.milanofinanza.it](http://www.milanofinanza.it)

[www.oltremedianews.com](http://www.oltremedianews.com)

[www.parlamento.it](http://www.parlamento.it)

[www.repubblica.it](http://www.repubblica.it)

[www.reteambiente.it](http://www.reteambiente.it)

[www.reuters.com](http://www.reuters.com)

[www.sapere.it](http://www.sapere.it)

[www.senato.it](http://www.senato.it)

[www.studiogirello.it](http://www.studiogirello.it)

[www.unita.it](http://www.unita.it)

## **RINGRAZIAMENTI**

Ringrazio la Prof.ssa Pellegrini che mi ha sempre dimostrato, anche in questo secondo percorso intrapreso insieme, stima e fiducia;

Ringrazio il Prof. Di Noia per i consigli utili;

Ringrazio la Dott.ssa Fiamma che con i suoi appunti e suggerimenti ha contribuito a dare maggior valore alla mia tesi;

Ringrazio mia madre che ha sempre creduto in me e mi vuole bene senza riserve;

Ringrazio mia sorella che come nessun altro è riuscita a comprendere i momenti difficili trascorsi, e proprio per questo è riuscita a farmi vedere sempre il lato positivo;

Ringrazio una zia speciale, che ha saputo addolcire i momenti più amari del mio percorso;

Ringrazio Lea e Francesco, le uniche persone che hanno avuto il coraggio di rimanermi amiche nonostante i miei numerosi “non posso”;

Ringrazio Marco e Simona, che mi hanno insegnato “la forza della vita”;

Ringrazio un’ amica, Mariapia, sempre solare, che mi ha fatto capire come la vita sia meno amara se affrontata con il sorriso;

Ringrazio i miei coinquilini, che mi hanno sopportato nelle mie innumerevoli lamentele (soprattutto fisiche);

Ringrazio tutti i miei amici (vecchi e nuovi) che ho conosciuto durante questo mio intenso ed emozionante percorso, fatto di ostacoli e di tanto divertimento, e che sono riusciti a renderlo SPECIALE;

Ed infine, ma non per importanza, ringrazio ME STESSO, perché sono stato in grado di affrontare le tante difficoltà che un percorso del genere ti riserva, con una forza che non credevo di avere.