

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

Il trasferimento del controllo di una *public company* 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*. 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 che essa è in grado di generare¹.

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.

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 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 produttive². Esso trova la sua "fetta" maggiore proprio nelle OPA, nelle OPS od anche nelle OPAS.

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 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); non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari*".

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

¹ Cfr. F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario, la corporate governance delle società quotate*, CEDAM, 2010, pagg. 361-362.

² Cfr. L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori, la disciplina dell'Opa obbligatoria*, IL MULINO, 2002, pag. 11.

la contropartita è rappresentata da titoli diversi³. Nelle Opas, quindi, il corrispettivo sarà in parte rappresentato da altri titoli ed in parte da denaro.

L'attuale assetto normativo in tema di Opa è frutto di una serie di interventi legislativi (alcuni dei quali anche molto recenti) di carattere nazionale ed europeo che si sono succeduti nel corso degli anni e che hanno trovato origine intorno agli anni '70.

Volendo ripercorrere le principali tappe che hanno caratterizzato la disciplina delle Opa, possiamo sicuramente farne risalire l'origine al 1971, quando in Italia si verificò il famoso "caso Bastogi", 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

Per delineare una struttura giuridica in materia di Opa non tardarono due proposte di legge, una ad opera del senatore Valiante (1971) e l'altra del senatore Lombardi (1972).

Qualche anno più tardi si arrivò alla prima legge sulle Opa con **l'art. 18 della legge 7 giugno 1974, n. 216**. L'art. 18 della suddetta legge, si estendeva "*all'acquisto o alla vendita di azioni o di obbligazioni convertibili mediante offerta al pubblico*"; secondo tale disposizione era necessaria una preventiva comunicazione alla Consob circa "*le condizioni, le modalità e i termini di svolgimento dell'operazione*", e la Commissione aveva 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*". 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

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**.

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 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*

³ Cfr. www.economiafinanza.org.

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 abbia determinato una sistemazione organica alla disciplina delle offerte pubbliche; per questo, bisognerà attendere la **legge n. 149 del 1992** che sarà una norma completamente dedicata alle offerte pubbliche (di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio titoli).

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 (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 l'ultimo comma) *"fermo restando il quantitativo minimo prescritto dall'art. 18, comma 1"*.

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).

Ad oggi il T.u.f (con tutte le modifiche che nel corso degli anni ha subito) è la fonte primaria in materia di disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio; 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).

Le principali novità introdotte con il T.u.f del '98:

- 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;
- d) ad un maggior potere della Consob, la quale può anche intervenire nella disciplina mediante normazione secondaria⁴.

L' art. 102 del t.u.f. disciplina la comunicazione preventiva ed il documento di offerta; ai sensi di tale art. chiunque intenda (o ne sia obbligato a) promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio deve darne “*senza indugio*” 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.

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.

Ai sensi dell' art. 103 del t.u.f., la natura contrattuale del documento d'offerta rende quest'ultima 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

⁴ Cfr. B. QUATRARO – L. G. PICONE, *Manuale teorico – pratico delle offerte pubbliche di acquisto e scambio*, GIUFFRÈ, Milano, 2004, pag. 5.

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 (art. 40-*bis* del Regolamento Emittenti).

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: abbiano ad oggetto titoli ammessi alla negoziazione sui mercati regolamentati che garantiscano il diritto di voto per la nomina o la revoca degli amministratori; l’acquisto superi la soglia del 30%⁵.

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

- 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 mercato⁶.

Modifiche rilevanti al t.u.f. del ’98 sono state apportate dalla direttiva 2004/25/CE; quest’ultima ha introdotto due importanti regole che possono trovare applicazione in sede di offerta pubblica, che sono: la *passivity rule* e la regola di neutralizzazione.

La *passivity rule* (art. 104, t.u.f.) consiste nel subordinare alla volontà degli azionisti qualunque atto difensivo nei confronti di una scalata. L’*intentio legis* va ricercata nell’esigenza di bilanciare i poteri esistenti nelle società quotate, dando ai soci la possibilità di accettare un’offerta ovvero di adottare delle misure difensive.

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, nel periodo di adesione dell’offerta, il divieto di applicare nei confronti dell’offerente le disposizioni idonee ad ostacolare l’offerta.

⁵ 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.

⁶ <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa-residuale.htm>.

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.

Infine, per concludere l'intero assetto normativo, alla Direttiva Opa hanno fatto seguito numerose riforme ed integrazioni 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 Direttiva⁷.

A queste modifiche si aggiunge la più recente, quelle ad opera del d.l. n. 91/2014 ("d.l. competitività"), convertito con modificazioni dalla legge di conversione n. 116 dell' 11/08/2014.

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 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*".

⁷ Cfr. Consob, *relazione illustrativa sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedure di consultazione*, pag. 2.

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”*.

Ed infine, l' art. 109 (acquisti di concerto) è stato modificando prevedendo che gli obblighi previsti dagli artt. 106 e 108 *“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”*.

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.

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 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*.

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.

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 quotata⁸.

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.

Il lancio di un’OPA può essere frutto di un’operazione finanziaria speculativa, oppure, può trovare la sua *ratio* nella volontà di intervenire nell’attività operativa della società *target*, per renderla più efficiente oppure per migliorare le *performance* della società offerente.

Sono, quindi, diversi i motivi che possono giustificare un’acquisizione, ma sicuramente a farne da padrona è lo sfruttamento di economie di scala.

Le altre motivazioni possono essere identificate nella combinazione di risorse complementari, eccesso di fondi, eliminazione delle inefficienze, consolidamento di settore e benefici fiscali inutilizzati.

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. A tal proposito, 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; mentre, 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.

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 sono ritenuti i soggetti più deboli a causa del 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 si riduca fortemente come risultato del nuovo apparato di controllo e della minore liquidità.

La soluzione al problema del *pressure to tender* è rappresentata non solo dalla riapertura (a determinate condizioni) dei termini di offerta (art. 40-*bis* del Regolamento Emittenti), ma anche dalla previsione dell’Opa obbligatoria.

⁸ Cfr. L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori, la disciplina dell’opa obbligatoria*, cit., pag. 12.

Si può verificare un fenomeno opposto a quello della “coazione a vendere” che è appunto il *free riding*. Il *free riding* consiste nello sfruttamento da parte di un azionista dell’eventuale adesione degli altri oblati, 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.

Le Opa possono essere ostili o amichevoli: 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.

Le ragioni dell’ostilità possono essere riassunte nel modo seguente:

1. riluttanza nei confronti del nuovo controllante, può capitare che l’acquirente non sia gradito alla società *target*;
2. salvaguardia della nazionalità;
3. conflitto degli amministratori, i quali non volendo essere sostituiti a seguito del ricambio dell’assetto di comando, si opporranno all’operazione.

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 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*.

Tra i modelli di valutazione annoveriamo:

IL VALORE ATTUALE NETTO (VAN)

$$\text{VAN} = \text{V.A. dei FC}^9 \text{ futuri} - \text{Costo dell'investimento}$$

⁹ Flussi di cassa.

IL NET VALUE ADDED (NVA)

$$\text{NVA} = (\text{valore stand alone} - \text{valore di mercato}) + (\text{val. att. delle sinergie} - \text{premio pagato})$$

L' ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

$$\begin{aligned}\text{EVA} &= (\text{r} - \text{c}) \times \text{capitale} = (\text{r} \times \text{capitale}) - (\text{c} \times \text{capitale}) = \\ &= \text{Nopat}^{10} - (\text{c} \times \text{capitale}) = \\ &= \text{reddito operativo netto} - \text{costo del capitale impiegato}\end{aligned}$$

Nel pieno rispetto dell' art. 104 del t.u.f., una società può decidere di adottare delle misure difensive volte ad ostacolare l' acquisto del controllo da parte della società offerente.

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".

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.

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.

¹⁰ *Net Operating Profit After Taxes*; esso rappresenta il profitto generato dalle attività operative.

III. LE “*POISON PILLS*”

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*.

IV. LE AZIONI AI DIPENDENTI

Un istituto *anti-takeover* ritenuto molto efficace, nonché ammissibile dal nostro ordinamento, è l’assegnazione di una certa percentuale di capitale ai dipendenti.

Per quanto riguarda le difese, si evidenziano:

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.

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.

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.

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’emblema delle offerte pubbliche di acquisto è rappresentato dal caso Olivetti – Telecom, che si è concluso con la vittoria dell’offerente (Olivetti) sulla società *target* (Telecom) nonostante i diversi tentativi di difesa di quest’ultima.

Tra l’insieme (non limitato) delle motivazioni che spingono al lancio di un’offerta, 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.

Pertanto, da un' offerta pubblica possono derivare problematiche *antitrust* che saranno affrontate dall' autorità preposta alla vigilanza sulle concentrazioni: l' AGCM.

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 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*” (comma 1); ottenuta la comunicazione, l'Autorità valuta se 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 “*fil rouge*” che caratterizza i comportamenti vietati dall'Autorità *antitrust*, 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.

Le piramidi societarie, rappresentano un termine più elegante per identificare un fenomeno, quello delle scatole cinesi, 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.

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

È opportuno, però, tener presente le differenze 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. In caso di OPA bancaria, le Autorità nazionali coinvolte

saranno tre: Consob, AGCM e Banca d' Italia, e non più solo due (Consob e AGCM) come nel caso di società industriali.

All' interno del t.u.b. (che rappresenta il quadro normativo delle disposizioni a cui deve sottostare una banca) 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, 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.

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 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)¹¹.

Poiché con l' acquisizione del controllo di una banca si pone in essere un' operazione di concentrazione, questa, ad oggi ed a seguito delle modifiche introdotte dalla legge n. 262/2005, deve essere sottoposta al vaglio dell' AGCM e non più della Banca d' Italia come avveniva prima della legge.

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.

Con riferimento alle Opa bancarie, 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

¹¹ 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”).

soggetti di spicco del mondo finanziario. 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.

Il 30 marzo del 2005, la banca olandese *Abn Amro* ha promosso un’Opa volontaria totalitaria sulle azioni ordinarie di Antonveneta. Tuttavia, il 9/05/2005, prima che l’offerta di *Abn Amro* avesse inizio, la Banca Popolare di Lodi (BPL, poi divenuta BPI), promosse un’OPS concorrente su azioni ordinarie e obbligazioni convertibili di Antonveneta.

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 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. Il patto aveva come oggetto l’acquisto di concerto di azioni ordinarie Antonveneta al fine di acquisire il controllo congiunto della banca.

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 (ed anomalo) incremento delle quotazioni e dei volumi scambiati, com’è possibile osservare dal grafico seguente:



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.

La vicenda si è conclusa con la condanna (reato maggiore aggio) di tutti i soggetti coinvolti, compreso l' *ex* Governatore di Banca d' Italia Fazio.

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.

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.