

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di finanza aziendale

**Operazioni di M&A nel settore bancario:
il caso Intesa-Ubi**

Relatore:

Raffaele Oriani

Candidato:

Andrea Cerrocchi

Anno accademico **2019/2020**

Capitolo 1 – FUSIONI E ACQUISIZIONI

Premessa

1.1 I fenomeni

1.1.1 Le fusioni

1.1.2 Fusioni per “unione” e fusioni per “incorporazione”

1.1.3 Le acquisizioni

1.1.4 Acquisizioni “amichevoli” e acquisizioni “ostili”

1.1.5 Differenza tra i due fenomeni

1.2 Obiettivi strategici delle operazioni di fusione e acquisizione

1.3 Creazione di valore

Capitolo 2 – APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO: OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO E DI SCAMBIO

Premessa

2.1 Introduzione

2.1.1 Condizioni necessarie per un’offerta pubblica

2.2 Nozione

2.2.1 Offerte “obbligatorie”

2.2.2 Offerte “volontarie”

2.3 Le fasi

2.3.1 Comunicazione e documento di offerta

2.3.2 Contenuto e svolgimento dell’offerta

2.3.3 Le offerte fuori sede e il collocamento a distanza

Capitolo 3 – CONCENTRAZIONE BANCARIA: ANALISI DEL CASO PRATICO “INTESA-UBI”

Premessa

3.1 Il processo di concentrazione del mercato bancario in Italia

3.1.1 Introduzione

3.2 Breve analisi storica

3.2.1 Principali fusioni e acquisizioni dal 1980 al 2000 nel settore bancario

3.2.2 Principali fusioni e acquisizioni dal 2000 al 2020 nel settore bancario

3.3 Vantaggi e svantaggi per operatori bancari e i loro clienti

3.3.1 Gli effetti sull'efficienza

3.3.2 Gli effetti sulle relazioni della clientela

3.4 Perché Intesa San Paolo S.p.A. ha optato per una OPS?

3.4.1 Le condizioni di partenza e la scelta di Banca Intesa San Paolo

3.4.2 La reazione di UBI

3.4.3 Ritardi causati dalla pandemia e opinione dell'antitrust

3.4.4 Da OPS a OPAS: il rilancio di Banca Intesa

3.4.5 La Chiusura e le sue condizioni

3.4.6 Possibili scenari e sviluppi futuri

3.4.7 Conclusioni

CAPITOLO 1 – FUSIONI E ACQUISIZIONI

Premessa

Nella prima parte di questo capitolo verranno descritti i fenomeni di fusione e acquisizione. Dopo averne presentate le caratteristiche verranno elencate e descritte le principali tipologie di fusioni e acquisizioni presenti nel nostro ordinamento e verrà chiarita la differenza che sussiste tra le due fattispecie.

Si passerà poi all'analisi di quelli che possono essere definiti gli “obiettivi strategici” che portano le imprese ad intraprendere il percorso di fusione o di acquisizione.

A conclusione del capitolo verrà affrontato ciò che forse è definibile come il fine ultimo di una operazione di fusione o di acquisizione: la creazione del valore. Creare valore per azionisti e, più in generale, per tutti gli stakeholder è sicuramente l'obiettivo di qualunque operazione posta in essere dal management dell'azienda; daremo quindi una risposta al come viene creato valore in una operazione di fusione o di acquisizione.

1.1 I fenomeni

1.1.1 Le fusioni

Il concetto di fusione dal punto di vista giuridico è abbastanza semplice. Si tratta dell'unificazione di due o più società precedentemente distinte così che ad una pluralità di società se ne sostituisce una sola. Siamo, di fatto, davanti ad un processo di integrazione il quale, al di là della tipologia (orizzontale, verticale o conglomerale), spesso è subordinato ad accordi economici già esistenti ovvero a situazioni di collegamento o di controllo tra le stesse società.

Il Codice Civile riserva nel Libro V la seconda sezione alle fusioni. Gli articoli 2501-2505 *quater* rappresentano il riferimento normativo riguardante la fattispecie. Il legislatore non prevede grosse limitazioni con riguardo ai requisiti necessari per partecipare alla fusione: l'art. 2502 *bis* lascia intendere che anche le società semplici possano parteciparvi e l'art. 2501, comma secondo proibisce la partecipazione alle società in liquidazione che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo, lasciando quindi la possibilità di fusione a tutte le società in liquidazioni che non abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo a condizione che alla

fusione non partecipano solo società con capitale non rappresentato da azioni come indica l'art. 2505 *quater*. Con l'obiettivo di ampliare gli strumenti a disposizione del management per superare la crisi, è venuto meno il divieto di partecipazione a fusioni per le società sottoposte a procedure concorsuali.

Certamente meritevole di cenno è la fattispecie della fusione transfrontaliera. Questa, entrata in vigore con il d.lgs. 30 maggio 2008, n. 108, descrive la situazione in cui si realizza una fusione tra una o più società italiane e una o più società di altro Stato comunitario, dalla quale risulti una società italiana o di altro Stato membro. È evidente che le problematiche che possono sorgere da questo tipo di fusione sono eventuali conflitti di diritto internazionale in quanto le normative dei diversi stati cui appartengono le società in questione potrebbero essere una in conflitto con l'altra riguardo le procedure da seguire in tema di fusioni. A proposito, il diritto comunitario prevede per le fasi di preparazione alla fusione che ciascuna società segua le disposizioni dello Stato di appartenenza. Nel caso prima citato di eventuale conflitto, le disposizioni che prevalgono sono quelle dello Stato della società che risulterà dalla fusione.

L'art. 2504 *bis* prescrive che *“la società che risulta dalla fusione o quella incorporante assumono i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione, proseguendo in tutti i loro rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione”*. Così facendo, l'art. 2504 *bis*, suggerisce che dal punto di vista giuridico l'effetto della fusione è quello di ridurre ad unità i patrimoni delle singole società e confluire i singoli soci di queste in una sola struttura organizzativa.

Con l'idea di descrivere nel modo più chiaro possibile il procedimento di fusione, è utile dividerlo in fasi. Per completezza è giusto specificare che, data la elevata complessità del processo di fusione, il Codice (artt. 2505-2505 *bis*) prevede una serie di semplificazioni per le fattispecie in cui più omogenei risultano gli interessi coinvolti. Tornando ora al processo di fusione, questo verrà diviso in questa sede in quattro momenti¹: a) il progetto di fusione; b) la decisione dei soci in merito al progetto di fusione; c) l'atto di fusione; d) l'iscrizione al Registro delle imprese dell'atto di fusione.

Al progetto di fusione il Codice Civile dedica l'art. 2501 *ter*. Nel comma primo indica che è compito dell'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione redigere il progetto di fusione. Questo rappresenta un documento molto dettagliato per il quale il legislatore ha previsto un contenuto minimo normato dal Codice e specifica il fatto che questo debba essere identico per tutte le società partecipanti.

È necessario che dal progetto risulti: 1) il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione; 2) l'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante con le eventuali modificazioni derivanti dalla fusione²; 3) il rapporto di cambio delle azioni o delle quote, nonché l'eventuale conguaglio in denaro; 4) le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante; 5) la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili; 6) la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate a bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante; 7) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi da azioni; 8) i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione delle società partecipanti alla fusione.

Di particolare rilevanza è il punto 3). Decidere il rapporto di cambio è un passaggio chiave della fusione, questo indica il numero di azioni o quote della società derivante da un'operazione di fusione, che i soci di una società che si estingue, a seguito della fusione stessa, ricevono in cambio della loro partecipazione originaria³. Questo rapporto viene deciso in base alla comparazione del valore delle società che partecipano alla fusione con particolare riguardo ai rispettivi patrimoni netti. Sempre al punto 3) viene citato l'eventuale conguaglio in denaro, questo rappresenta una somma di denaro che va a compensare la perdita subita dai soci che prima avevano partecipazioni di maggior valore rispetto alle partecipazioni della società risultante.

A riguardo, l'art. 2501 *ter* specifica anche il fatto che il conguaglio non può essere superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni o delle quote assegnate.

¹La divisione del processo di fusione in parti è presa dal V. Buonocore, Manuale di diritto commerciale (quattordicesima edizione), G. Giappichelli Editore, 2017

²La differenza tra fusioni per "unione" e fusioni per "incorporazione" verrà trattata nel paragrafo 1.1.2

³Sito web Borsa Italiana, glossario finanziario

Secondo l'art. 2501 *quinquies*, il progetto di fusione e il rapporto di cambio devono essere illustrati e giustificati da una relazione predisposta dall'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione.

Altro compito cui è chiamato l'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione è la redazione della situazione patrimoniale della società: in base all'art. 2501 *quater* questa non deve riferirsi ad una data anteriore a 120 giorni dal giorno in cui il progetto è depositato nella sede della società o pubblicato sul sito web della stessa. A condizione che questo non sia stato chiuso più di sei mesi prima che il progetto venga depositato, la situazione patrimoniale può essere sostituita dal bilancio dell'ultimo esercizio.

Il progetto di fusione, insieme con la relazione sulla situazione patrimoniale e i bilanci degli ultimi tre esercizi, viene depositato in copia presso le sedi delle società partecipanti e vi resta per un periodo di almeno trenta giorni, salvo rinuncia al termine da parte dei soci per consenso unanime.

Il progetto è depositato per l'iscrizione nel Registro delle imprese del luogo ove hanno sede le società partecipanti, in alternativa al deposito, il progetto, è pubblicato sul sito internet della società.

La decisione dei soci in ordine alla fusione deve arrivare da parte di tutte le società che partecipano alla fusione. La decisione può causare delle modifiche al progetto che però non devono pregiudicare i diritti dei soci o dei terzi. Al netto di diverse disposizioni date dall'atto costitutivo o dallo statuto delle società partecipanti, secondo l'art. 2502, l'approvazione del progetto si ha nelle società di persone a maggioranza (determinata secondo la parte attribuita a ciascuno degli utili) mentre in quelle di capitali la fusione è deliberata dall'assemblea straordinaria con le maggioranze solitamente richieste⁴.

⁴Artt. 2368-2369 “L'assemblea straordinaria delibera con il voto favorevole di più delle metà del capitale sociale se lo statuto non richiede una maggioranza più elevata. Nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio l'assemblea straordinaria [...] delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea”.

In seconda convocazione “l'assemblea straordinaria delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea”. Per le convocazioni successive alla seconda è previsto che “Nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio l'assemblea straordinaria è costituita quando è rappresentato almeno un quinto del capitale sociale e delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea”.

Le decisioni prese in capo alla fusione devono essere depositate nel Registro delle imprese e se la società risultante dalla fusione è una società di capitali è necessario anche un controllo di legalità effettuato da un notaio verbalizzante.

Come visto precedentemente, effetto della fusione è quello di far assumere alla società incorporante o alla società risultante dalla fusione tutti gli obblighi delle società che partecipano alla fusione. Alcuni creditori possono sentirsi minacciati dal processo di fusione, soprattutto quelli che erano creditori di società in buone condizioni che ora potrebbero risultare sfavoriti dall'operazione. Questa è la ratio dell'art. 2503, il quale prevede che la fusione possa attuarsi solamente trascorsi sessanta giorni dall'iscrizione nel Registro delle deliberazioni delle società che vi partecipano. In questo modo tutti i creditori che godono di questa posizione da data anteriore a quella di pubblicazione del progetto, possono manifestare la loro opposizione.

L'art 2503 garantisce diritto simile anche agli obbligazionisti⁵, i quali possono opporsi come i creditori a condizione che la fusione non sia stata precedentemente approvata dall'assemblea degli obbligazionisti.

La stipulazione dell'atto di fusione rappresenta in questa divisione il penultimo passo. A questo viene riconosciuta natura contrattuale e come da art. 2504 deve risultare da atto pubblico ed è necessario che sia depositato per iscrizione dal notaio nell'ufficio del Registro delle imprese entro trenta giorni.

Concludiamo quindi con l'iscrizione al Registro delle imprese dell'atto. Al termine di tutte le iscrizioni previste dall'art. 2504 la fusione si considera effettiva. L'art. 2504 *bis* comma quarto, si occupa, dopo aver dato indicazioni riguardo il primo bilancio post fusione⁶, della situazione in cui dalla fusione possa emergere un disavanzo. In tal caso prevede che questo venga imputato, se possibile, agli elementi dell'attivo o del passivo delle società partecipanti alla fusione e, per differenza e quando questo risulti possibile, ad avviamento. Nel caso in cui dalla fusione emerga un avanzo, questo deve iscriversi ad apposita voce del patrimonio netto o, nel caso in cui sia dovuto a previsione di risultati economici sfavorevoli, in una voce dei fondi per rischi ed oneri.

A disciplinare l'invalidità della fusione e gli eventuali rimedi risarcitori è l'art. 2504 *quarter*, in base al quale l'invalidità può essere pronunciata solamente se non sono state effettuate le iscrizioni dell'atto di fusione. Ciò che resta salvo è invece il diritto al risarcimento del danno eventualmente subito da soci o da terzi che la fusione ha creato. L'importanza della norma in questione si può ricercare nella esigenza di certezza e stabilità che la società risultante ovvero la società incorporante ha in quanto, a seguito della fusione, essa diviene operativa nel traffico giuridico.

Il riferimento normativo dedicato al concetto di fusione termina con l'art. 2505 *quarter* con il quale il legislatore ha previsto un'ipotesi, sopra citata, di fusione semplificata che interessa il processo in cui a fondersi sono società il cui capitale non è rappresentato da azioni. Suddetta semplificazione si esplica derogando alla disciplina finora descritta e prevedendo che:

- a) La fusione può avvenire tra società in liquidazione;
- b) Il conguaglio in denaro può superare la soglia del dieci per cento;
- c) Esiste la possibilità, previa accettazione unanime dei soci, di evitare la necessità di una relazione di esperti riguardo il rapporto di cambio;
- d) Vengano ridotti a metà alcuni termini fissati per il procedimento di fusione;

1.1.2 fusioni per “unione” e fusioni per “incorporazione”

Nel paragrafo precedente abbiamo più volte incontrato la formula “la società che risulta dalla fusione o la società incorporante”. Questa sta ad indicare che la maggior parte delle norme relative al processo di fusione non cambiano al variare della tipologia di fusione che viene posta in essere.

La giurisprudenza distingue, a proposito, le fusioni per “unione” (c.d. fusione in senso stretto) dalle fusioni per “incorporazione”.

⁵Ai possessori di obbligazioni convertibili è necessario garantire la facoltà di esercitare il diritto di conversione (diritto di conversione anticipata) nel termine di trenta giorni dalla pubblicazione dell'avviso.

⁶Art. 2504 *bis* “*Nel primo bilancio successivo alla fusione le attività e le passività sono iscritte ai valori risultanti dalle scritture contabili alla data di efficacia della fusione medesima*”.

La prima fattispecie riguarda le fusioni in cui tutte le società partecipanti alla stessa vengono estinte al termine del processo e, dalla loro “unione”, prende vita una nuova società. Nella seconda tipologia, è possibile distinguere due ruoli: da un lato abbiamo una società già costituita che prende il nome di società incorporante, dall’altro abbiamo invece una o più società che vengono “incorporate” alla prima e che quindi si estinguono. In questo secondo caso non avremo la nascita di una nuova società.

La maggiore differenza che sussiste tra queste due tipologie di operazioni è la disposizione in merito agli effetti dell’iscrizione: solo nelle fusioni per incorporazione⁷ è possibile posticipare gli effetti dell’iscrizione dell’atto al Registro delle imprese. Questo si fa tramite l’apposizione di un “termine iniziale” che prevede la fissazione di una data successiva da cui far decorrere gli effetti dell’iscrizione.

La fusione per incorporazione viene senz’altro preferita nel momento in cui la società incorporante risulta avere, per grandezza, longevità o particolari meriti manageriali un nome che conviene mantenere in modo da lasciare integra la reputazione dell’azienda.

Al di là della forma che viene posta in essere, queste possono essere distinte anche per il tipo di società che ne prendono parte; più in particolare, se una fusione coinvolge società del medesimo tipo, è omogenea; qualora, invece, partecipino alla fusione società di tipo diverso, la fusione è detta eterogenea così da evidenziare che tra le reciproche modifiche statutarie, vi è la trasformazione di almeno una delle società coinvolte⁸.

⁷Questa possibilità è concessa solamente nel caso di fusione per incorporazione in quanto in quella per unione “*la formazione iniziale del capitale sociale e l’esigenza di assicurare l’imputazione della responsabilità patrimoniale ostano al differimento dell’efficacia della fusione*” V. Buonocore, *Manuale di diritto commerciale* (quattordicesima edizione), G. Giappichelli Editore, 2017

⁸Marco Cian, “*Manuale di diritto commerciale*” (seconda edizione), G. Giappichelli Editore, 2018

1.1.3 Le acquisizioni

Quello di acquisizione (*takeover*) è un processo attraverso il quale un'impresa diventa proprietaria o controllante di un'altra. L'operazione avviene attraverso l'acquisto, da parte dell'impresa che vuole acquisire, delle azioni dell'impresa che subisce l'operazione, che per tale motivo viene definita impresa “*target*”. Solitamente a fare l'offerta è una azienda più grande.

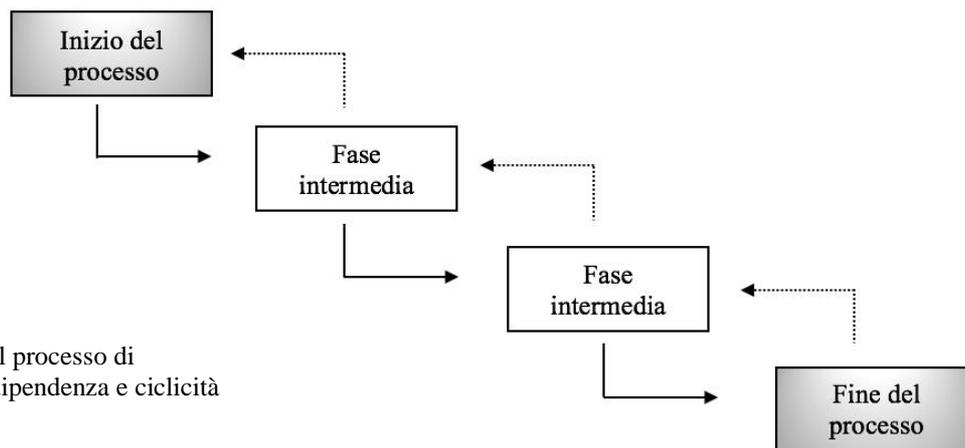


FIGURA 1⁹: Il processo di acquisizione, dipendenza e ciclicità delle fasi.

La figura 1 vuole evidenziare come ogni fase del processo sia strettamente dipendente e collegata alla precedente. Le frecce hanno un duplice significato: quelle continue indicano il percorso “diretto”, cioè l'iter che il processo di acquisizione segue se non incontra alcun ostacolo; quelle tratteggiate invece suggeriscono una stagnante circolarità che caratterizza quelle situazioni in cui si passa ad una fase successiva senza che però si sia ultimata la precedente. La diretta conseguenza di una non precisa esecuzione di una fase è il dover tornare sulla stessa per rivedere e correggere gli errori data l'impossibilità di proseguire altrimenti. L'impossibilità di proseguire non è dipesa necessariamente da errori, spesso è dovuta alla complessità dei progetti che sono caratterizzati da ipotesi la cui esattezza è verificabile solamente a posteriori.

Ancora, la necessità di dover retrocedere a fasi anteriori del processo può dipendere da modifiche esogene: non sono rari i casi in cui, nel lasso di tempo che il processo richiede, vengano meno alcune condizioni precedentemente accertate.

⁹Quella qui riportata è una riproduzione della figura 2.2 a pagina 49 del V. Conca, “le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita” (terza edizione), Egea, 2010.

Per comprendere come non sempre la mancata prosecuzione nel processo di acquisizione sia da imputare ad errori commessi in fasi antecedenti si può pensare a questi processi come si pensa alle strategie delle imprese¹⁰: una volta concordata la direzione strategica verrà decisa una strategia che in parte verrà attuata ed in parte no; ad individuare la strategia implementata (quella cioè effettivamente realizzata) prenderanno parte anche le strategie dette emergenti, che “emergono” appunto durante il periodo di implementazione e rendono non perseguibili alcune strade che ci si era preposti di seguire in fase di decisione.

Dopo aver analizzato il meccanismo imposto dal processo di acquisizione ci concentreremo ora sul contenuto delle fasi che lo compongono.

Come accade per la stragrande maggioranza dei processi, dividere in fasi è una attività vincolata al grado di specificità con cui la si vuole effettuare. Questo dipende dal fatto che teoricamente è sempre possibile, data una determinata divisione, scindere ancora le varie fasi in una pluralità di azioni.

Come apprezzabile dalla figura 2, in questa sede, per non rendere eccessivamente lunga la descrizione del processo di acquisizione, quest’ultimo, riprendendo la divisione in “macro caratteristiche del processo” di V. Conca¹¹, verrà diviso in tre fasi.

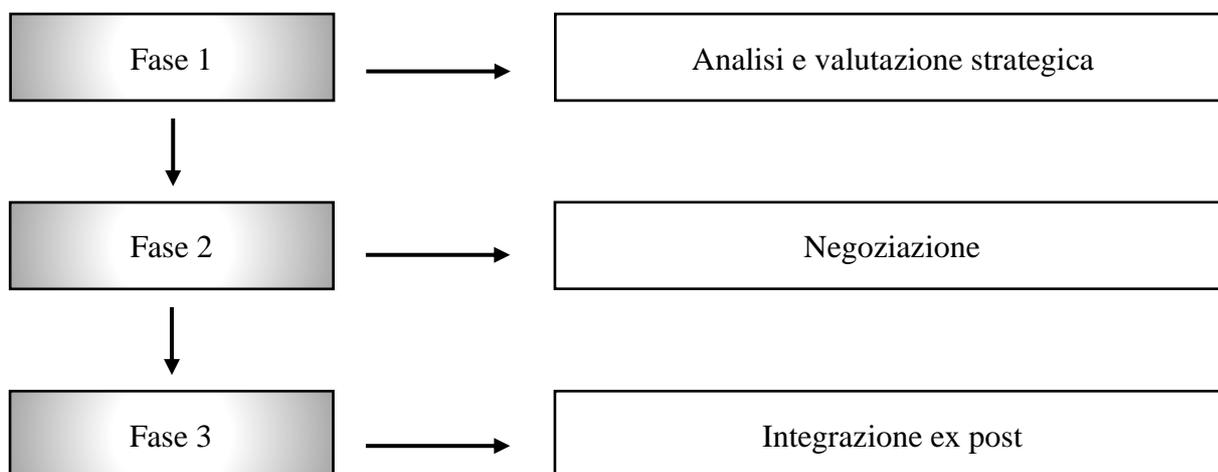


FIGURA 2¹²: Il processo di acquisizione, il contenuto specifico delle fasi.

¹⁰Matteo Caroli e Franco Fontana, “economia e gestione delle imprese” (quinta edizione), Mc Graw Hill education, 2017

¹¹ V. Conca, “le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita” (terza edizione), Egea, 2010

¹²Quella qui riportata è una riproduzione della figura 2.3 a pagina 51 del V. Conca, “le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita” (terza edizione), Egea, 2010.

La fase di analisi e valutazione strategica mira a valutare l'antecedente logico dell'acquisizione: la convenienza (intesa in questo caso come opportunità di crescita e possibilità di creazione di valore).

In fase di analisi strategica è necessario quindi giungere alla conclusione che nell'acquisizione siano concentrate le migliori opportunità di raggiungere un obiettivo precedentemente stabilito.

Come anticipato nel meccanismo del processo di acquisizione, è qui evidente che commettere errori in questa fase significa compromettere l'intera operazione.

Analisi strategica comprende "l'impostazione strategica" operazione in cui si esamina il settore di riferimento, si cercano le aree di debolezza della propria azienda per poi capire quali sono le sinergie che possono aiutare a colmarle e si verifica la coerenza tra la strategia aziendale ed una eventuale operazione di acquisizione. A seguire l'impostazione strategica è la ricerca di un numero di potenziali target, così che si possa procedere ad una selezione che consenta di confrontare più di una soluzione. Dopo aver scelto la società target, si procede con la valutazione preliminare della stessa che porterà a stimarne il valore che identificherà verosimilmente il prezzo di partenza nella seguente fase di negoziazione¹³.

L'importanza di questo primo passaggio è confermata anche dal fatto che spesso viene demandato a terzi: società di consulenza e banche di investimento offrono servizi volti a verificare se e in quale misura l'acquisizione possa dare giovamento alle aziende che li richiedono. Succede che siano le stesse società di consulenza e banche di investimento a evidenziare possibilità di ingresso in settori altri tramite acquisizioni¹⁴.

La fase di negoziazione è ben definita dal nome stesso in quanto è il processo che vede le due parti cercare la quadra dell'accordo che porterà la società che fa l'offerta ad acquisire la società target.

Al termine della più o meno lunga trattativa si giunge al *closing* momento che precede la firma dell'ormai definitivo contratto che definisce i termini dell'acquisizione.

¹³ "L'acquisizione di impresa: le varie tappe dall'approvazione alla fase di chiusura" Borsaitaliana sito web

¹⁴Frederic S. Mishkin Stanley G. Eakins e Elena Beccalli, "Istituzioni e mercati finanziari" (nona edizione), Pearson, 2019

In questa fase risultano fondamentali gli effettivi interessi in gioco e i rispettivi pesi delle società in questione; essere in grado di trovare soluzioni che risolvano eventuali fasi di stallo è una abilità chiave in questa fase del processo.

L'ultima fase riguarda l'integrazione post acquisizione. Si tratta delle operazioni, necessarie per la società acquirente, con cui si cerca di rendere compatibili i diversi sistemi di gestione che contraddistinguono le due società.

Anche se successiva alla fase contrattuale, e quindi non più rilevanti ai fini del processo di acquisizione in senso stretto, essere in grado di creare una perfetta integrazione tra le due imprese è indispensabile al fine di raggiungere le tanto cercate sinergie dovute all'acquisizione. Alla composizione del *post-merger team* partecipa il management di entrambe le società e i fattori critici in gioco risultano essere da un lato la capacità organizzativa e dall'altro la leadership (dipendente anche dai diversi pesi in gioco).

Questa ultima fase non interessa le società acquirenti nel caso in cui l'acquisizione avvenga per motivi finanziari¹⁵ e quindi la società acquisita mantiene una sostanziale autonomia dalla società che l'ha acquisita.

Le fasi finora analizzate ben rappresentano il processo di acquisizione nel caso in cui questo avvenga tramite il meccanismo della trattativa privata. Sia la possibile circolarità, sia la forte variabilità che può assumere la fase della negoziazione, fanno della trattativa privata un meccanismo caratterizzato da grossi margini di soggettività. Come avverrebbe in una trattativa tra due persone, anche nel caso delle aziende tutto è in mano alle proposte che queste si fanno e alla prima citata capacità di trovare soluzioni efficaci ed efficienti che permettano di uscire dai momenti di impasse.

È opportuno fare riferimento anche ad un altro meccanismo di acquisizione che modifica in parte il processo riportato: caso delle aste competitive.

Nel processo con asta competitiva, viene meno quella bilateralità che fino a qui ha distinto l'acquisizione. La partecipazione di un più alto numero di aziende alla trattativa

¹⁵Le motivazioni che portano ad operazioni di fusione e acquisizione verranno discussi nel paragrafo 1.2 "obiettivi strategici delle operazioni di fusione e acquisizioni"

richiede una più elevata e rigida formalità. La necessità di dover gestire più società comporta anche un “appesantimento” del processo che nel caso di asta competitiva si compone di un più alto numero di fasi e sotto-fasi rispetto a quelle viste per il processo con meccanismo di trattativa privata. A modificare queste fasi è anche il meccanismo d’asta¹⁶ che viene utilizzato per la trattativa e le conseguenti diverse procedure che regolano i prezzi.

Tenendo presente che in Italia la maggior parte delle acquisizioni viene effettuata tramite trattativa privata, è importante fare cenno alle tempistiche che appartengono a questo processo. Facendo riferimento alle tre fasi prima osservate della trattativa privata, il periodo che va dall’inizio dell’analisi strategica e si conclude con il *closing*, ha una durata che varia dai sei ai dodici mesi. Questo quindi l’ordine di tempo che necessita la fase di acquisizione in senso stretto; se a questa aggiungiamo anche la fase di integrazione post acquisizione il processo raggiunge la durata di due, tre anni.

Il fatto che ci si riferisca al fattore tempo con degli intervalli piuttosto che con durate specifiche è dovuto all’impossibilità di attribuire ad ogni fase una durata standard.

1.1.4 Acquisizioni “amichevoli” e acquisizioni “ostili”

Nella denominazione di acquisizione amichevole ricade il concetto di acquisizione fino ad ora inteso, cioè l’idea in cui entrambe le aziende sono consapevoli che l’unione delle loro risorse sia in grado di fargli raggiungere determinate economie e sinergie che accrescerebbero il loro potere di mercato. L’acquisizione amichevole è dunque quella in cui una azienda (previa analisi strategica) presenta una offerta ad un’altra, si ha una trattativa (negoziazione) in cui si determinano gli aspetti contrattuali e si conclude con l’unione delle due aziende.

Diverso invece il caso di una acquisizione detta ostile. L’acquisizione ostile è un processo forzato messo in atto dalla azienda acquisente la quale attraverso una scalata vuole prendere il controllo dell’azienda target. L’idea di fondo è quella di entrare in possesso di un

¹⁶Si fa qui riferimento alla tipologia di asta che viene selezionata per la specifica acquisizione. Tra le più frequenti troviamo: asta in busta chiusa di primo prezzo; asta in busta chiusa di secondo prezzo; asta inglese; asta olandese.

numero sufficiente di azioni tale da controllare il Consiglio di Amministrazione così da poter successivamente votare la fusione¹⁷.

Il primo passo che si compie in una acquisizione ostile è la svalutazione delle azioni: attraverso una serie di operazioni di speculazione finanziaria, l'azienda che vuole acquisire mira a svalutare il valore delle azioni dell'azienda target.

Segue, a questo punto, la fase di raccolta delle azioni: ormai svalutate, per l'azienda acquisente risulta meno oneroso acquistare le azioni di cui necessita per prendere il controllo del CdA. Questa seconda fase è solitamente caratterizzata da particolare rapidità. Una volta svalutati, bisogna acquistare grosse quantità di titoli in breve termine prima che il mercato restituisca al titolo il suo valore effettivo.

1.1.5 Differenza tra i due fenomeni

La differenza sostanziale che sussiste tra le due fattispecie è che nella fusione sia che avvenga per unione, sia per incorporazione, al termine del processo si crea una struttura unitaria mentre, per quanto riguarda l'acquisizione, la società incorporante e quella incorporata mantengono le loro strutture giuridiche e manageriali¹⁸.

In alcuni casi l'acquisizione rappresenta un primo passo che porterà poi alla fusione.

Troviamo in questa categoria le fusioni ostili: poniamo il caso che due società avviino una analisi strategica finalizzata a determinare la eventuale convenienza a fondersi. I risultati delle rispettive analisi potrebbero essere discordanti così che una abbia interesse a portare a termine la fusione mentre l'altra preferisce rimandare o rifiutare l'operazione. Se la società che ha interesse a portare avanti la fusione ha la capacità finanziaria per farlo può avviare una scalata (acquisizione ostile) che la porterà a controllare il CdA della società target. A questo punto sarà in grado di proporre nuovamente la fusione che verrà accolta in quanto votata dalla stessa società proponente nel CdA della società target in quanto socio di maggioranza della stessa.

¹⁷ "L'acquisizione ostile (scalata)", Okpedia sito web

¹⁸ "Cosa si intende per fusioni e acquisizioni commerciali?", studilegali sito web.

Dal 2018 in poi, si è osservato un forte aumento delle operazioni di M&A ostili¹⁹ e, questo fenomeno ha in passato caratterizzato anche il periodo immediatamente precedente alla grande crisi del 2007-2009.

Singolare è il caso della “fusione a seguito di acquisizione con indebitamento” (cc.dd. operazioni di *merger leveraged buy out*). La fattispecie descrive il caso in cui una società entra in possesso del pacchetto azionario di controllo di una società target tramite un finanziamento che trova garanzia nella capacità di indebitamento della società target. In questo particolare caso la fusione è subordinata ad alcune garanzie procedurali che derogano alle generali disposizioni in materia di fusioni. Tra queste rientrano²⁰:

- a) L’obbligo che nel progetto di fusione vengano indicate le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione;
- b) La relazione dell’organo amministrativo deve indicare le motivazioni giustificanti l’operazione e deve contenere un piano finanziario che indichi la fonte delle risorse e descriva gli obiettivi che la società risultante intende raggiungere;
- c) Obbligo di allegare al progetto una relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società target o della società acquirente
- d) Necessità che nella relazione degli esperti sia presente una specifica attestazione riguardo la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione in capo agli aspetti finanziari dell’operazione;
- e) Preclusione della possibilità di ricorrere alle procedure semplificate;

L’operazione di *merger leveraged buy out* è una particolare forma delle operazioni di *leveraged buy out*²¹. L’operazione base di *leveraged buy out* prevede una acquisizione tra società in cui l’elemento determinante è il ricorso da parte della società acquirente a finanziamenti che vengono contratti specificatamente per ottenere una quota di maggioranza all’interno della target.

¹⁹ ”Fusioni e acquisizioni, campanello d’allarme dalle offerte ostili”, financialounge sito web.

²⁰ Le fusioni a seguito di acquisizione con indebitamento seguono la disciplina dell’art. 2501 *bis*.

²¹ “M&A: l’operazione di *leveraged buy out* e di *merger leveraged buy out*”, Forum iuris sito web.

La differenza che abbiamo con l'operazione di merger leveraged buy out è l'assenza della fusione. Seppur, a prima vista molto simili, la presenza o l'assenza della fusione influisce pesantemente sulla rischiosità insita dell'operazione, in quanto come visto in caso di fusione i patrimoni delle società vengono ridotti a unità e il debito contratto da una per acquisire la partecipazione di maggioranza dell'altra finirà ad essere imputato alla società risultante, compromettendo la posizione dei creditori della società.

1.2 Obiettivi strategici delle operazioni di fusione e acquisizione

Il fatto che le aziende abbiano un valore superiore alla somma dei valori dei beni che le costituiscono, dipende dal fatto che questo maggior valore è completamente da imputare alle attività umane.

Quando si decide di effettuare una operazione di fusione o di acquisizione basandosi sul fatto che le analisi strategiche sostengono che il valore delle due aziende una volta unite sarà maggiore rispetto a quello che avrebbero separatamente, è necessario considerare, durante la fase di integrazione post-acquisizione, che se le persone (cui abbiamo imputato il maggior valore della azienda) non troveranno stimolanti ed adeguate le loro nuove posizioni nella azienda risultante allora se ne andranno non permettendo di raggiungere quel valore che risultava dall'analisi effettuata pre-fusione²². Con questo, si vuole portare all'attenzione il fatto che alcune fusioni o acquisizioni che sembravano opportune dal punto di vista economico si sono rivelate degli insuccessi a causa di un management non capace di gestire la fase di integrazione²³.

Gli obiettivi strategici cui tende il management in sede di fusioni e acquisizioni sono vari. È opportuno specificare che in questa sede, con l'asserzione "obiettivi strategici", si fa riferimento principalmente alle sinergie che le aziende riescono a creare post-fusione. Volendosi interrogare su quale sia effettivamente l'obiettivo di una operazione di fusione si può concludere che, nella stragrande maggioranza dei casi²⁴, questo sia riconducibile alla creazione del valore²⁵.

²²Richard A. Brealey Stewart C. Myers Franklin Allen Sandro Sandri, "principi di finanza aziendale" (settima edizione), Mc Graw Hill educaion, 2015.

²³Tra gli errori più comuni troviamo delle non adeguate politiche retributive, identità aziendali troppo differenti e la mancata integrazione dei processi produttivi.

²⁴A occupare un'altra porzione rilevante, con riguardo alla ratio che sottende una operazione di fusione o acquisizione, risultano essere questioni di origine fiscale (sfruttamento di benefici fiscali inutilizzati).

²⁵Della creazione del valore si tratterà nel paragrafo 1.3

Se fino ad ora si è portato avanti un discorso che prescindeva dalla tipologia di integrazione che si andava a creare, per analizzare gli obiettivi strategici è necessario, invece, riprendere quella distinzione sopra accennata tra integrazioni orizzontali, verticali e conglomerati. La diversa tipologia di integrazione sottintende motivazioni del tutto diverse che portano alla medesima.

Anche se come vedremo solo nelle integrazioni orizzontali le economie di scala possono essere considerate una sorta di aspirazione perseguibile attraverso l'unione delle società, in generale, nella mentalità manageriale vale la regola secondo cui le aziende sarebbero più competitive se fossero più grandi, ed è evidente come le acquisizioni e le fusioni siano delle operazioni che portano a far ingrandire le società.

L'integrazione orizzontale avviene quando ad unirsi sono due imprese che si trovano allo stesso livello produttivo della stessa filiera. I principali obiettivi che spingono a questo tipo di operazione sono: le economie di scala e l'aumento della quota di mercato.

Diverse sono le definizioni di economie di scala; quella che meglio le definisce è la riduzione del costo medio unitario che si verifica al crescere della quantità prodotta e della dimensione dell'impresa.

La riduzione dei costi medi unitari è imputabile a diversi fattori: aumentando la quantità prodotta è più facile portare a regime i macchinari e raggiungere la scala minima efficiente, nello stesso periodo di tempo l'impresa è ora in grado di produrre una maggiore quantità di prodotti, l'aumento della quantità prodotta comporta la realizzazione delle c.d. economie di scala indirette²⁶.

Con "aumento della quota di mercato" si intende qui la riduzione della concorrenza.

Aumentare la quota di mercato è sinonimo di aumentare il potere di mercato. come accade nelle economie di scala indirette, avere un potere di mercato maggiore è sinonimo di una capacità contrattuale più alta che si manifesta nelle trattative con i clienti e influenza le strategie dei competitors. Non sarebbe corretto definire in questo senso l'integrazione

²⁶Con economie di scala indirette si intende la riduzione dei costi medi dovuta ad esempio alle sconti che si ricevono dai fornitori di materie prime a causa dell'ingrandimento degli ordini. Il prezzo unitario degli input che una impresa sostiene prima di integrarsi è sicuramente maggiore rispetto a quello che sostiene post-integrazione se questa comporta degli ordini di rifornimento più importanti e frequenti.

orizzontale come una pratica di monopolizzazione dei mercati in quanto l'antitrust è sempre vigile in questa tipologia di operazioni evitando che possano ledere la concorrenzialità dei mercati, ma sicuramente è una pratica che porta a modificare i pesi delle aziende presenti in quel settore e contribuisce quindi a modificarne l'equilibrio finale.

L'integrazione conglomerale avviene quando viene posta in essere la fusione o l'acquisizione tra due imprese che si trovano in due filiere produttive diverse a prescindere dal livello della stessa. Le motivazioni che inducono le imprese a integrarsi conglomeralmente sono la realizzazione delle economie di scopo, la diversificazione del rischio e la possibilità di mettere in pratica politiche di tying. Per economie di scopo si intende la riduzione del costo medio unitario dovuta alla condizione di sub-additività²⁷ dei costi: il costo di produrre due beni A e B nello stesso stabilimento è minore rispetto alla somma dei costi di produzione che si avrebbero se gli stessi venissero prodotti in stabilimenti differenti.

Il tema della diversificazione del rischio si collega alla teoria del portafoglio e si basa sulla esistenza di due tipologie di settori: settori ciclici e settori anticiclici. La paura dei cicli economici può indurre una impresa che lavora in un settore ciclico ad integrarsi conglomeralmente con una impresa che esercita in un settore anticiclico. Così facendo entrambe sono in grado di limitare gli impatti che una variazione del ciclo economico potrebbe avere sui rispettivi fatturati.

Le politiche di tying fanno parte dei metodi complessi di discriminazione di prezzo: queste prevedono la vendita "trainata" di due beni, vincolano cioè il consumatore interessato all'acquisto di un bene A, a dover acquistare anche il bene B²⁸.

A completare il quadro abbiamo le integrazioni verticali²⁹, operazioni in cui si uniscono imprese che si trovano a livelli contigui della stessa filiera, come nel caso fornitore di input-produttore o produttore-distributore.

²⁷ $C(q_1; q_2) < C(q_1) + C(q_2)$

²⁸ Carlo Scognamiglio Pasini, *Economia industriale* (terza edizione), Luiss University press, 2016

²⁹ Dennis W. Carlton Jeffrey M. Perloff, *Organizzazione industriale* (terza edizione), Mc Graw Hill, 2013.

L'obiettivo strategico di una operazione di questo genere è cercare di ottenere il massimo controllo sul processo produttivo, ridurre cioè l'incertezza che caratterizza la produzione di beni e servizi.

La costanza nella fornitura, l'aumento del potere di mercato, la diminuzione dei costi di transazione, la disponibilità di beni capitali specializzati, sono tutti vantaggi che si realizzano attraverso l'integrazione verticale.

Oltre agli obiettivi strategici che sono propri di ogni tipologia di integrazione, ci sono poi una serie di motivazioni ragionevoli che possono portare le imprese a considerare profittevoli operazioni di fusione e acquisizione. Tra queste troviamo ad esempio la possibilità di investire dei fondi da parte di imprese che operano in mercati maturi e che quindi si trovano in situazioni di alta disponibilità di liquidità ma poche opportunità di investimento profittevoli. Ancora, numerosi sono i casi di imprese che non sono in grado di sfruttare delle opportunità³⁰ oppure di imprese che si trovano in situazioni non particolarmente rosee per la mancanza di alcuni provvedimenti a livello di struttura dei costi. Queste imprese sono soggette a ricevere offerte di acquisizioni da parte di altre imprese che riescono a captare queste inefficienze e forti del loro management sono consapevoli di poterle eliminare.

³⁰Martin K.J. e McConnel J.J., "Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover", in *Journal of finance*, n. 46 pp. 671-672, 1991.

1.3 Creazione del valore

La creazione del valore è il principio che dovrebbe accompagnare il management della azienda per tutta la vita della medesima. In questo paragrafo si cercherà di dare una risposta a come viene creato valore in una operazione di fusione o di acquisizione.

Non è corretto tuttavia, dare per scontato che queste operazioni debbano necessariamente creare valore o per meglio dire originare benefici netti. Come sappiamo, operazioni di questo genere, sono precedute da analisi volte a garantire la bontà delle stesse, ma alcuni sono dell'idea che le analisi in questione siano troppo vincolate ai guadagni di breve periodo e non sufficientemente attente alle prospettive di lungo termine. Risulta complicato valutare una acquisizione anche ex-post in quanto non sussiste più la possibilità di valutare le performance delle singole società che ne hanno preso parte. Senza entrare troppo nel dettaglio, possiamo dire che non tutte le acquisizioni generano dei benefici netti ma senz'altro la percentuale di successo delle operazioni di M&A è aumentata con il passare degli anni nel periodo che va dagli anni Sessanta ad oggi. Altri fattori che influenzano la bontà di queste operazioni sono il settore in cui esse avvengono e le dimensioni delle imprese che ne prendono parte.

La letteratura accademica ha creato un paradosso riguardo il valore creato nelle operazioni di fusione: esaminando la risposta del mercato agli annunci di fusione, si trovano poche tracce di creazione di benessere, con gli azionisti della società acquisita che guadagnano a spese degli azionisti dell'acquirente³¹.

In fase di analisi, a rendere una fusione o una acquisizione profittevole è il fatto che il valore della business combination, sia maggiore della somma dei valori delle aziende che vi partecipano³². Questa condizione è soddisfatta nel momento in cui l'operazione includa quelle che vengono definite sinergie realizzabili.

Per definire il concetto di sinergia è necessario introdurre quello di interdipendenza.

L'interdipendenza si ha nel momento in cui due o più business hanno qualcosa in comune.

³¹Houston J.F., James C.M. e Ryngaert M.D., "Where do merger gains come from?" in *Journal of financial economics*, n. 60, 2001.

³²Il c.d. "2 + 2 = 5 effect"

Quando si parla di sinergie, ci si riferisce allo sfruttamento di una interdipendenza, cioè al processo che parte dall'individuazione dell'interdipendenza e porta alla creazione di un beneficio economico (inteso come riduzione di costo o aumento di ricavo) passando per la “realizzazione” della sinergia: serie di aggiustamenti eventualmente necessari per poter unire i due business in questione.

Le sinergie realizzabili si dividono solitamente in due macrocategorie³³: le sinergie operative, quelle che permettono all'azienda di incrementare il proprio reddito operativo e la loro crescita, partendo dagli asset esistenti (economie di scala, maggiore pricing power, combinazione di diverse aree funzionali, maggiore crescita in nuovi mercati o in quelli in essere); le sinergie finanziarie, quelle che si possono concretizzare sotto forma di maggiori flussi di cassa o minor costo del capitale (impresa con eccesso di liquidità che si combina con impresa con profittevoli possibilità di investimento, aumento della capacità di indebitamento, benefici fiscali, diversificazione).

La creazione del valore risulta essere allo stesso tempo il più difficile e il migliore indicatore delle sinergie: le vere sinergie creano valore per gli azionisti raccogliendo benefici dalla fusione; benefici che loro non sarebbero stati in grado di guadagnare senza di esse. Diverse sono le motivazioni per cui le sinergie devono essere al centro dell'analisi di una operazione di fusione o acquisizione³⁴:

In primo luogo, si può dire che la presenza di sinergie realizzabili è la condizione per far sì che ci sia crescita nel lungo periodo; abbiamo visto come le analisi strategiche possano incappare in errori valutativi in quanto troppo fossilizzate sul guadagno di breve termine. Ragionare in ottica di sinergie permette invece di aumentare le probabilità di successo di una operazione di fusione.

Valutare correttamente le sinergie è fondamentale in fase di creazione dell'accordo. Nelle acquisizioni “sinergiche”, i profitti sono generati dalle efficienze che risultano dalla combinazione di operazioni fisiche della offerente e della target³⁵.

³³ “Importanza delle sinergie nella valutazione di azienda”. Infovaluation sito web

³⁴ Robert F. Bruner Capitolo 11 “valuing synergies” da “Applied mergers and acquisition”, Wiley, 2004.

³⁵ Martin K.J. e McConnel J.J., “Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover”, in Journal of finance, n. 46 pp. 671-672, 1991.

Tutte le operazioni di M&A vengono annunciate al pubblico e questo annuncio crea delle reazioni sul mercato. Se la percezione comune è quella che il compratore abbia pagato un prezzo eccessivo per l'impresa target, il prezzo delle azioni dell'acquirente scenderà al momento dell'annuncio.

Nel caso in cui però ci siano effettive sinergie realizzabili il prezzo delle sue azioni potrebbe anche salire. Tutto dipende in questo caso dalla relazione che sussiste tra il prezzo e la somma tra valore dell'impresa target e valore delle sinergie. Robert F. Bruner, professore alla University of Virginia, distingue i seguenti casi:

se $\text{Prezzo} < \text{Valore della target (stand-alone)} + \text{Valore delle sinergie}$, allora il prezzo delle azioni dell'acquirente aumenta;

se $\text{Prezzo} = \text{Valore della target (stand-alone)} + \text{Valore delle sinergie}$, allora il prezzo delle azioni dell'acquirente resta invariato;

se $\text{Prezzo} > \text{Valore della target (stand-alone)} + \text{Valore delle sinergie}$, allora il prezzo delle azioni dell'acquirente diminuisce;

Una precisa valutazione delle sinergie facilita il compito degli analisti che desiderano sviluppare una strategia che gli consenta di presentare e spiegare le sinergie agli investitori e attraverso questa strategia modellare la loro comprensione delle stesse. Per gli investitori risulta fondamentale sapere la durata delle sinergie, la possibilità che queste vengano realizzate e l'incidenza che ognuna di esse ha sul valore dell'azienda.

CAPITOLO 2 – APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO: OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO E DI SCAMBIO

Premessa

Questo capitolo nasce dall'esigenza di raccordare la prima parte della tesi, in cui si è approfondita la materia dei processi di fusione e acquisizione, con quella che sarà l'ultima parte, in cui si affronterà il tema della concentrazione bancaria con riferimento ad un caso pratico e estremamente contemporaneo. Dopo una introduzione al concetto di appello al pubblico risparmio e alle condizioni necessarie per ricorrere allo stesso, verranno analizzate più nel dettaglio le caratteristiche delle offerte pubbliche “volontarie” e quelle delle offerte pubbliche “obbligatorie”.

L'ultima parte del capitolo sarà invece dedicata alle fasi di cui si compongono questi processi: analizzeremo il ruolo delle parti e quello della CONSOB.

In conclusione, verranno presentate due particolari tipologie di offerte: le offerte fuori sede, e il collocamento a distanza.

2.1 Introduzione

Riferimento normativo in materia di finanza è il T.U. n. 58/1998¹ all'interno del quale, il Titolo II della parte IV, è interamente dedicato alle disposizioni in merito alle varie tipologie di ricorso al pubblico risparmio.

Il Titolo in questione si compone di due capi:

- a) Offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita;
- b) Offerte pubbliche di acquisto o di scambio;

¹Si tratta del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria che rappresenta la principale fonte normativa vigente in Italia in materia di finanza e intermediazione finanziaria. È meglio noto con il nome di testo unico della finanza.

In questa sede ci occuperemo del secondo capo, chiarendo solamente che per offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita si intende principalmente l'offerta di prodotti finanziari, cioè "ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti, così da rendere un investitore in grado di decidere di acquistare o sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati"². Arriviamo così al secondo capo in cui le offerte vengono presentate come "ogni offerta, invito ad 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 primo, lettere b) e c)"³ (cioè un numero di soggetti pari almeno a 150 e per un ammontare che sia equivalente o superiore a 5 milioni di euro).

In generale è importante cogliere le differenze sostanziali che sussistono tra i due capi: se nella prima ipotesi (quella di sollecitazione) si chiede di comprare qualcosa, cioè di trasferire una somma di denaro certa in cambio di un prodotto finanziario dal valore incerto per definizione; nella seconda "l'angolo visuale preso in considerazione dal legislatore è quello, se si vuole opposto"⁴, in quanto con un' OPA o un' OPS viene richiesto di vendere o scambiare strumenti finanziari (di valore incerto) in loro possesso in cambio di somme di denaro (di valore certo) o di altri titoli (di valore incerto). Si desume da ciò il diverso rischio che le due operazioni fanno correre al pubblico.

Nelle offerte pubbliche di acquisto o di scambio, oltre al tema della trasparenza, che hanno in comune con le sollecitazioni di sottoscrizione o vendita, è presente il tema dell'efficienza del mercato di controllo: OPA e OPS sono in grado di modificare gli assetti all'interno delle società in termini di equilibri di potere.

²cfr. art. 1 comma primo, lett. t), T.u.f. e art. 34 *ter* Regolamento emittenti.

³cfr. art. 1, comma primo, lett. v), T.u.f.

⁴ Marco Cian, "Manuale di diritto commerciale" (seconda edizione), Sez. XVI paragrafo III, G. Giappichelli Editore, 2018

In queste operazioni, la presenza di una controparte debole, che in questo caso è rappresentata dall'investitore, che non sempre ha a sua disposizione le medesime informazioni del proponente, necessita la definizione di criteri e modalità specifiche: l'intento della normativa è infatti quello di tutelare gli investitori⁵.

2.1.1 Condizioni necessarie per un'offerta pubblica

A questo punto dovrebbe essere più semplice comprendere che alcune delle condizioni necessarie per un'offerta pubblica sono che l'oggetto dell'appello siano prodotti finanziari, che questo abbia un particolare contenuto (che vedremo successivamente nel dettaglio) e che sia rivolto al pubblico.

Risulta necessario dare qui dei criteri più chiari che possano determinare quando un'offerta sia considerabile "rivolta al pubblico". A tal proposito si presentano due criteri che aiutano a distinguere le trattative private dalle offerte pubbliche: il primo fa riferimento al numero dei destinatari cui l'offerta è rivolta ed ha di conseguenza natura quantitativa, è stabilito che nel momento in cui il numero dei destinatari è tale da rendere inevitabilmente standardizzata ed impersonale⁶ l'offerta, la sollecitazione deve essere considerata pubblica; il secondo criterio ha natura qualitativa, in quanto si riferisce alla professionalità dei riceventi offerta. La ragione di considerare la professionalità in materia di valutazione della pubblicità di una offerta risiede nel fatto che è la professionalità stessa a lasciar presumere che i riceventi offerta siano in grado di valutarla (considerata anche la standardizzazione della stessa). Sempre con l'idea di rendere il processo meno oneroso in ragione della adeguata competenza dei riceventi offerta, la CONSOB, ha stabilito che per quanto riguarda le offerte riservate agli investitori qualificati⁷, non vengono applicate le norme dettate per le offerte al pubblico.

⁵ "L'appello al pubblico risparmio", professione finanza sito web

⁶ Si tratta di ogni ipotesi di sollecitazione di una cerchia di soggetti indeterminata ex ante;

⁷ Con investitori qualificati ci si riferisce in Italia a banche, imprese di assicurazione, società di gestione collettiva del risparmio, società di intermediazione mobiliare (SIM), le società di investimento a capitale variabile (SICAV), i governi nazionali, le amministrazioni regionali e le fondazioni bancarie.

Con riferimento ai soggetti coinvolti nell'appello al pubblico risparmio, l'iniziativa è affidata a tre soggetti⁸:

- a) L'emittente dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta pubblica;
- b) Il proponente o l'offerente, cioè chi fa la proposta rivolgendosi al pubblico dei risparmiatori (può coincidere con l'emittente);
- c) Il collocatore, colui che viene incaricato dall'emittente o dal proponente che provvede alla raccolta delle adesioni o alla conclusione dei contratti conseguenti all'accordo raggiunto;

Interessante è la figura del collocatore; premettendo il fatto che il ruolo ad essa affidato possa essere assunto dall'emittente o dal proponente, nella maggior parte dei casi viene ricoperto da un intermediario. Ciò è spiegabile in quanto l'attività svolta dal collocatore rientra nella categoria dei servizi di investimento il cui esercizio professionale nei confronti del pubblico è riservato dalla legge agli intermediari autorizzati.

⁸Aldo Fiale, "Diritto commerciale" (ventiduesima edizione), Parte VI Cap 2 Paragrafo 3, Gruppo editoriale Simone, 2012

2.2 Le nozioni

2.2.1 Le offerte “obbligatorie”

Prima di concentrarsi sull'analisi della fattispecie è importante capire il presupposto soggettivo delle OPA obbligatorie. L'art. 105, comma primo, T.u.f., prevede l'ipotesi di offerte pubbliche obbligatorie soltanto con riguardo “alle società italiane con titoli⁹ ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani¹⁰”.

Le offerte vengono definite obbligatorie in quanto il T.u.f. prevede che nel momento in cui vengono poste in essere determinate operazioni (acquisti di titoli) che fanno raggiungere all'acquirente una particolare soglia partecipativa, allora lo stesso soggetto ha l'obbligo di fare una offerta che riguarda la totalità dei titoli ammessi alla negoziazione della società in questione.

Soffermiamoci ora sull'entità delle soglie che rendono obbligatoria un'offerta:

l'art. 106, comma primo, T.u.f., dispone che ad avere l'obbligo di lanciare una offerta sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione è colui che, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione che supera il trenta per cento. A precisare e modificare la soglia prevista dall'art. 106 è stato il d.lgs. n. 91/2014 il quale ha previsto che, per quanto riguarda tutte le società italiane quotate che non siano PMI¹¹, la soglia che rende obbligatoria l'offerta è del venticinque per cento a condizione che non esista un altro socio detenente partecipazione più elevata. Sempre al d.lgs. prima citato si deve la possibilità, prevista per gli statuti delle PMI quotate, i quali possono prevedere percentuali differenti che comportino l'obbligatorietà di offerta a condizione che queste non siano inferiori al venticinque per cento e comunque non superiori al quaranta per cento.

⁹Si tratta in questo caso di strumenti finanziari che attribuiscono diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria.

¹⁰Escluse dalla fattispecie, sia le società straniere quotate in mercati italiani, sia le società italiane quotate soltanto in un mercato regolamentato non italiano.

¹¹Società che in base al bilancio dell'ultimo esercizio abbiano un fatturato fino a 300 mila euro o una capitalizzazione media di mercato nell'ultimo anno inferiore a 500 milioni di euro

Nei casi sopra citati l'offerta pubblica totalitaria deve essere fatta entro venti giorni dal raggiungimento della soglia. Interessante soffermarsi sul motivo per il quale il legislatore ha preferito vincolare l'obbligo di OPA totalitaria ad una soglia di partecipazione piuttosto che alla condizione del raggiungimento del controllo della società. Si può concludere che le motivazioni siano principalmente due: da un lato l'esigenza di dare un valore, se pur variabile, preciso al superamento del quale nasce l'obbligo di offerta; dall'altro la volontà di lasciare che il controllo della società cambi senza che sussista l'obbligo di offerta obbligatoria. Resta comunque il fatto che la soglia presentata dal T.u.f è tale da coincidere spesso con il controllo della società. La ragione che sottende la necessità di lanciare una offerta obbligatoria risiede probabilmente sia nel dare possibilità ai soci che non gradiscono il cambio del controllo di vendere le loro azioni, sia a limitare le scalate in quanto le rende decisamente più onerose.

Con riguardo al prezzo previsto in caso di OPA obbligatoria, l'art. 106 comma terzo, lett. A), T.u.f., prevede che questo debba essere il più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla relativa comunicazione¹². Nel caso in cui, invece, non ci sia stata alcuna negoziazione tra offerente e titolo in questione, il prezzo minimo cui si fa riferimento è quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile.

L'obbligo di offerta non sussiste nel caso in cui le soglie prima citate vengano raggiunte in fase di offerta pubblica di acquisto volontaria diretta a conseguire la totalità dei titoli o comunque che abbia ad oggetto almeno il sessanta per cento degli stessi purché l'offerente, e i soggetti a lui collegabili, non abbia acquistato negli ultimi dodici mesi partecipazioni in misura superiore all'un per cento, che l'efficacia dell'offerta sia stata approvata da un numero di soci tali da detenere la maggioranza e che la CONSOB abbia accordato l'esenzione dall'obbligatorietà previo accertamento delle condizioni di cui sopra.

¹² "CONSOB: OPA obbligatoria e corretta determinazione del prezzo di acquisto delle azioni", diritto bancario sito web

Altri obblighi riguardano le ipotesi in cui qualcuno venga a detenere, in sede di offerte volontarie, partecipazioni talmente alte da pregiudicare il flottante dei titoli sottostanti: a tal proposito chi arriva a detenere partecipazioni superiori al novantacinque per cento è obbligato ad acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta mentre chi raggiunge la soglia del novanta per cento, è obbligato ad acquistare i restanti da chi ne faccia richiesta a meno che, entro novanta giorni, non ripristini un flottante sufficiente ad assicurare il normale andamento delle negoziazioni sul mercato.

Fattispecie discordante con l'obbligo di offerta, è l'obbligo di vendita (diritto di acquisto: art. 111, T.u.f.). Questo riguarda chi si trovi a detenere una partecipazione minima in situazioni in cui il resto dei titoli è in mano ad un altro socio o società così da dare a quest'ultimo la possibilità di ritirare le azioni dalla negoziazione così da non dover più sostenere i costi della quotazione. L'offerente deve detenere almeno il novanta per cento della partecipazione per avere il diritto di acquistare i titoli residui comunque entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta¹³.

2.2.2 Le offerte “volontarie”

Nel primo capitolo abbiamo visto come tra acquisizioni “amichevoli” e acquisizioni “ostili” sussistano delle differenze non solo a livello di presenza o meno di consapevolezza da parte della target, ma anche a livello “procedurale” (negoziazione nella amichevole, scalata in quella ostile). Questa dinamica non è presente nelle offerte: la distinzione che sussiste tra offerte “obbligatorie” ed offerte “volontarie” risiede appunto nella presenza o meno dell'obbligatorietà di lanciare una offerta¹⁴. Se la disciplina delle offerte “obbligatorie” è riferita alle sole imprese italiane quotate in un mercato regolamentato italiano, le offerte “volontarie” non hanno “limitazioni”, e possono quindi riguardare qualunque tipologia di prodotto finanziario.

¹³Si tratta dell'offerta volontaria (implicita) che ha portato il socio a detenere una partecipazione così grande da metterlo nella posizione di poter richiedere l'acquisto delle quote di chi ha invece rifiutato la stessa.

¹⁴Altra differenza si ha con riguardo al prezzo cui si propone l'acquisto che in caso di offerta volontaria è deciso dall'offerente mentre in caso di offerta obbligatoria è regolato dalla legge.

Se si considera quest'ultima come una deduzione derivante dalla definizione di offerta "obbligatoria", si può concludere che l'unisco aspetto che le differisce è, come anticipato, la presenza o meno dell'obbligatorietà.

Le offerte pubbliche possono essere distinte tra OPA, OPS e OPAS.

Le OPA, offerte pubbliche di acquisto, sono delle offerte in cui l'offerente acquista titoli della società target in cambio di denaro. In questo caso il denaro che viene accettato dai soci della società oggetto, rappresenta il prezzo necessario a far sì che questi escano dall'azionariato. Chi propone offerte pubbliche di acquisto si rivolge al mercato garantendo l'acquisto minimo del sessanta per cento del totale delle azioni della società target ad un certo prezzo.

Le OPS, offerte pubbliche di scambio, rappresentano la fattispecie in cui ai soci della società target vengono offerti, in cambio delle loro partecipazioni nella società, altri titoli (solitamente quelli della società offerente). Previa accettazione, i soci della società oggetto dell'offerta diventano soci della società offerente. La principale differenza che sussiste tra OPA e OPS risiede nell'investimento finanziario: se questo è presente nelle OPA, nelle OPS l'offerente preferisce accettare nel proprio azionariato la presenza dei soci della target.

Le OPAS, offerte pubbliche di acquisto e di scambio, rappresenta un punto di raccordo tra OPA e OPS, in quanto sono offerte che prevedono sia lo scambio di titoli con denaro sia lo scambio tra titoli di società target e società offerente. Sono gli obiettivi dell'offerente e la situazione della compagine azionaria della società oggetto dell'offerta a determinare l'eventuale esigenza di una offerta di questo tipo.

Anche le OPA possono essere definite ostili. A proposito non è possibile dare dei parametri che ci permettano di categorizzare le offerte pubbliche come ostili o meno, ma ci sono dei fattori che possono essere analizzati per capire se possono essere definite come tali:

- a) Il fatto che l'OPA non sia stata approvata dagli amministratori della società emittente, o per lo meno, dalla maggior parte di loro;

- b) La probabilità che l'offerta possa avere successo;
- c) La comparazione tra prezzo offerto per i titoli e prezzo dei titoli indicato dall'andamento del mercato;

Dalle offerte ostili, la target può difendersi in due modi¹⁵. Alcune strategie difensive sono volte a prevenire le offerte ostili, altre invece vengono messe in atto nel momento in cui queste vengono ricevute.

Tra le strategie preventive troviamo le c.d. "poison pills", che hanno l'obiettivo di costringere l'offerente ostile a contrattare con il consiglio direttivo piuttosto che con gli azionisti se vuole evitare che la sua offerta venga bloccata.

Per quanto riguarda invece le strategie da mettere in pratica dopo aver ricevuto un'offerta considerata ostile, la determinazione della loro legalità è demandata dal comma primo dell'art. 104 del T.u.f., all'applicazione del criterio secondo il quale non possono mettersi in pratica "atti o operazioni che possano contrastare il perseguimento degli obiettivi dell'offerta" (come ad esempio dismettere un ramo d'azienda che venga considerato fondamentale dall'offerente). Si tratta della c.d. "passivity rule"¹⁶. Con questa denominazione, si intende una regola che mira a salvaguardare la contendibilità delle società quotate, impedendo agli amministratori di attuare iniziative difensive per scongiurare offerte e scalate esterne. È necessaria, a proposito, una precisazione: il legislatore non preclude alla società target di mettere in atto delle manovre difensive, ("atti od operazioni che possano contrastare...") ma le subordina all'approvazione dell'assemblea dei soci anche quando rientrerebbero nelle competenze del CdA. I membri del consiglio sono consapevoli che con l'eventuale conseguimento dell'offerta finirebbero con il perdere la loro posizione e potrebbero, di conseguenza, essere interessati a fare il loro interesse ponendo in essere operazioni confliggenti con il successo dell'offerta¹⁷.

Altro aspetto importante delle norme in materia di offerta è definito dall'art. 104 *bis* che definisce la regola di neutralizzazione:

¹⁵ Edoardo Pistone, "OPA ostile e tecniche di difesa", diritto bancario sito web

¹⁶ "La passivity rule in Italia", borsa italiana sito web

¹⁷ V. Buonocore, Manuale di diritto commerciale (quattordicesima edizione), G. Giappichelli Editore, 2017

¹⁸ Diego Manzetti, "Misure difensive in caso di OPA: le modifiche introdotte dal decreto anticrisi", diritto.it sito web

previsione che tende a rimuovere i limiti e gli ostacoli (come limitazioni a diritti di voto) al trasferimento dei titoli oggetto dell'offerta. Questa agisce in due momenti distinti¹⁸:

- a) Nel periodo di offerta decorrente dalla comunicazione, prevede l'inopponibilità all'offerente delle restrizioni al trasferimento di titoli previste dallo statuto della società o da accordi di natura contrattuale tra la stessa e gli azionisti o tra azionisti stessi;
- b) Nel periodo subito successivo alla conclusione dell'offerta, ed in caso di raggiungimento da parte dell'offerente di una percentuale di capitale con diritto di voto pari almeno al 75%, prevede la non efficacia, nelle assemblee convocate per modificare lo statuto o per nominare o revocare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, delle restrizioni al diritto di voto e di ogni altro diritto speciale con riferimento alla nomina o revoca dei membri dell'organo amministrativo o di sorveglianza.

Il terzo aspetto riguarda la clausola di reciprocità (art. 104 *ter*): questa specifica che le regole di passività e neutralizzazione non si applicano alle società oggetto di offerta nel momento in cui il soggetto offerente non sia soggetto a tali disposizioni ovvero a disposizioni equivalenti¹⁹ o ancora da una società o ente da questi controllata. In caso di offerta promossa di concerto, offerta cioè promossa congiuntamente da più soggetti, è sufficiente che a tali disposizioni non sia soggetto anche uno solo fra gli offerenti.

La norma in questione presenta dei margini di incertezza in quanto, il legislatore, si limita al concetto di "offerta promossa di concerto", senza specificare poi se con questa si riferisca alle offerte tanto volontarie quanto obbligatorie promosse congiuntamente, oppure alle offerte obbligatorie, qualora la soglia rilevante sia superata da soggetti che agiscono di concerto²⁰.

¹⁹Sull'equivalenza delle disposizioni, su istanza di offerente o emittente dell'offerta, decide la Consob.

²⁰ Federico Mucciarelli, "Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio", Capitolo "Le strategie difensive", G. Giappichelli Editore, 2014

2.3 Le fasi

2.3.1 Comunicazione e documento di offerta

Per le offerte di acquisto e di scambio la legge prevede due documenti distinti: la “comunicazione” e il “documento di offerta”.

Per ciò che concerne la comunicazione, questa è regolata dall’ art. 102 del T.u.f.; dal comma primo dello stesso emerge subito come gli obblighi in calce la comunicazione, riguardino le offerte volontarie come le offerte obbligatorie. Sia la decisione che il sopraggiunto obbligo devono essere comunicati “senza indugio” alla CONSOB e contestualmente resi pubblici²¹. Nel momento in cui l’offerta viene resa pubblica, il CdA o il consiglio di gestione della società offerente deve informare i lavoratori o i loro rappresentanti.

A questo punto è considerabile adempiuto l’obbligo di comunicazione dell’offerta e può iniziare la fase di “promozione” della stessa.

Come dal comma terzo dell’art. 102 del T.u.f., l’offerente promuove l’offerta, tempestivamente o comunque senza far passare più di venti giorni dalla comunicazione, presentando alla CONSOB il documento di offerta.

La tempestività, e comunque il rispetto del limite di venti giorni, è condizione necessaria alla riuscita dell’offerta: nel caso in cui questa non venga rispettata il documento (e quindi l’offerta) verrà dichiarato irricevibile e all’offerente sarà impedito di fare offerte aventi oggetto i titoli di quella comunicata e non promossa in tempo per un periodo di dodici mesi. Il comma quarto descrive il passaggio successivo, quello in cui la CONSOB, una volta ricevuto il documento di offerta, lo approva, se idoneo²², entro quindici giorni dalla presentazione dello stesso. Il termine raddoppia nel caso in cui oggetto dell’offerta siano titoli non quotati. Decorso il termine il documento viene considerato approvato e quindi reso pubblico (la pubblicità del documento implica l’obbligo del CdA o del consiglio di gestione di trasmettere lo stesso ai rappresentanti dei lavoratori o in loro assenza ai lavoratori stessi).

²¹La CONSOB stabilisce con regolamento i contenuti e le modalità di pubblicazione della comunicazione.

²²L’idoneità consiste nella capacità del documento di consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull’offerta.

Da ciò si desume che il processo di avvio di un'offerta pubblica si divide essenzialmente in due parti; queste ultime rappresentano fasi, oltre che cronologicamente successive, concettualmente e logicamente diverse dell'iter²³: con l'idea di porre fine alle difficoltà di interpretazione che avevano caratterizzato il processo in precedenza, il legislatore, non ha previsto sfasature temporali tra la comunicazione alla CONSOB della decisione o della sopravvenuta obbligatorietà di lanciare l'offerta e la rispettiva pubblicazione della stessa. La comunicazione, infatti, viene vista come una informazione privilegiata che segna dunque il momento a decorrere dal quale divengono operative le prime citate regole di comportamento previste in situazioni di offerta (passivity e neutralizzazione). Tutto ciò viene fatto per cercare di rispondere a due esigenze contrapposte: da un lato cercare di limitare al massimo operazioni di insider trading, dall'altro non costringere l'impresa target a rinunciare per periodi troppo ampi alla propria autonomia imprenditoriale. Prima di analizzare il contenuto del più dettagliato dei due atti (il documento di offerta) è opportuno specificare che già la comunicazione di per sé è in grado di dare delle indicazioni in merito all'offerta che si andrà a presentare²⁴.

Di questa infatti, l'offerente, deve dare notizia, mediante un comunicato, al mercato e all'emittente. Il comunicato in questione deve contenere gli aspetti essenziali dell'offerta: soggetti offerenti, prodotti finanziari oggetto dell'offerta (con indicazione del quantitativo che si intende acquistare o scambiare), il corrispettivo offerto, le eventuali condizioni apposte all'offerta e il momento in cui l'offerta verrà lanciata. Oltre agli aspetti essenziali, il comunicato riporta anche le finalità dell'operazione, le garanzie offerte, le partecipazioni già detenute dall'offerente e dai soggetti che agiscono in concerto con lui.

A completare il quadro della comunicazione c'è il tema delle autorizzazioni: nella comunicazione l'offerente attesta di aver richiesto le necessarie autorizzazioni²⁵. Il processo di offerta pubblica può prendere avvio anche in mancanza di dette autorizzazioni, che devono però essere pervenute prima dell'inizio del periodo di adesione da parte dei titolari dei titoli.

²³Giuseppe Faucella, "Commentario all'offerta pubblica di acquisto", G. Giappichelli Editore, 2010.

²⁴Renzo Costi, "Il mercato mobiliare" (undicesima edizione), G. Giappichelli Editore, 2018

²⁵Ezio Tartaglia, "Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari: clausole di tutela dell'acquirente nei processi di M&A" (seconda edizione), Maggioli Editore, 2014.

2.3.2 Contenuto e svolgimento dell'offerta

Art. 103 comma primo del T.u.f. chiarisce subito il concetto di irrevocabilità dell'offerta. Una volta che questa viene proposta non è, infatti, possibile ritirarla anche se nell'offerta stessa siano presenti delle clausole a riguardo, in quanto il medesimo comma prosegue sottolineando la nullità di qualsiasi clausola contraria alla irrevocabilità dell'offerta. Quando si è discusso di come un'offerta possa essere definita pubblica, abbiamo identificato un criterio quantitativo che intendeva pubblica l'offerta in cui il numero dei destinatari fosse tale da rendere inevitabilmente standardizzata ed impersonale la stessa. Ritroviamo nell'art. 103 la ragion d'essere di questo principio: l'ultima parte del comma primo specifica che l'offerta deve essere rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto. Oltre che una natura definitoria, troviamo qui la necessità di impedire all'offerente di proporre condizioni diverse a persone diverse in relazione all'entità dei quantitativi di prodotti finanziari in loro possesso.

Per quel che concerne il contenuto della proposta, il legislatore, preferisce dettare poche norme rimandando, come al comma quarto, alla CONSOB l'onere di stabilire quali siano le disposizioni in merito.

Quello di offerta, risulta comunque essere un documento dalla elevata formalità in cui vengono ampiamente discusse le indicazioni essenziali presenti nella comunicazione di offerta. È opportuno specificare che fino alla pubblicazione del documento di offerta, non è possibile parlare di offerta nell'accezione di cui al 1336 c.c.. In assenza di una dichiarazione recante gli elementi essenziali del futuro regolamento contrattuale, non può sorgere il potere degli oblati²⁶ di concludere il contratto mediante la comunicazione dell'accettazione²⁷.

Con a disposizione i documenti capaci di garantire una adeguata valutazione dell'offerta, i possessori dei titoli facenti oggetto dell'offerta, devono prendere posizione nei confronti della medesima.

²⁶Si tratta dei destinatari dell'offerta, i possessori dei titoli che formano l'oggetto della stessa

²⁷Andrea Tucci, "La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto: rimedi e tutele", Giuffrè Editore, 2008.

La decisione in merito all'offerta può essere presa durante il periodo di adesione²⁸. Questo non ha una durata standard, viene concordato con la società di gestione del mercato nel caso in cui l'offerta abbia per oggetto titoli quotati, ovvero con la CONSOB se oggetto dell'offerta sono prodotti finanziari non quotati.

Tale periodo si estende per un minimo di quindici giorni ad un massimo di venticinque per le offerte obbligatorie, mentre arriva ad un massimo di quaranta giorni per le altre offerte. In generale l'offerente può prorarre il limite massimo ma non può ridurre il limite minimo²⁹. L'ampiezza del periodo di adesione dipende anche da altri fattori tra cui il lancio di offerte concorrenti: queste possono essere presentate fino a cinque giorni prima del termine del periodo di adesione e rimettono in discussione la posizione dei soci che precedentemente avevano aderito all'offerta principale. Per offerte concorrenti (o contro-OPA) si intendono quelle offerte promesse sui medesimi titoli oggetto di una offerta già in corso ma da soggetti offerenti diversi rispetto a coloro che hanno promosso la prima offerta. Queste si differenziano dai "rilanci", ossia delle offerte, successive alla prima, promosse dal medesimo soggetto che ha lanciato la prima OPA. Solitamente i rilanci sono realizzati dal primo offerente proprio per contrastare le offerte concorrenti³⁰. In presenza di contro-OPA, il periodo di adesione delle offerte e la data prevista per la pubblicazione dei risultati sono allineati a quelli dell'ultima offerta concorrente, salvo che gli offerenti precedenti, entro cinque giorni dall'offerta concorrente, comunicano di voler mantenere inalterata la scadenza originaria precludendosi la possibilità di effettuare rilanci³¹.

Il comma terzo dell'art. 103 del T.u.f. prevede che il CdA della società emittente³² diffonda un comunicato contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e la propria valutazione sulla medesima. Il documento assume particolare importanza in quanto è da questo che si evince il giudizio che la società target dà all'offerta.

²⁸ "In caso di offerta pubblica di acquisto", sito web CONSOB

²⁹ Renzo Costi, "Il mercato mobiliare" (undicesima edizione), G. Giappichelli Editore, 2018

³⁰ "OPA concorrente", glossario finanziario, Borsa italiana sito web

³¹ Pierre Di Toro, "Scalata azionaria e OPA europea: le contese per la conquista del potere di governo nelle società quotate", Egea, 2012

³² Si definiscono così i soggetti i cui titoli sono oggetto dell'offerta

Se da questo emerge una certa convenienza per gli azionisti all'accettazione, l'offerta viene ritenuta amichevole, se nel comunicato l'offerta viene considerata non conveniente, a questa viene attribuita l'ostilità. Come abbiamo visto per definire se un'offerta può essere considerata amichevole o meno non ci sono degli schemi; sicuramente ciò che si apprezza dal comunicato rappresenta una discriminante importante.

Nelle società organizzate secondo il modello dualistico³³, il comunicato è approvato dal consiglio di gestione e dal consiglio di sorveglianza. Le valutazioni contenute nei comunicati devono riguardare anche gli effetti che l'eventuale successo dell'offerta porterebbe agli interessi dell'impresa. Il T.u.f. dà la possibilità di adempire a questo obbligo congiuntamente, pubblicando un comunicato congiunto tra consiglio di gestione e consiglio di sorveglianza. Nel caso in cui i due consigli decidano di approvare due comunicati separati, è possibile che da questi risultino punti di vista differenti con riguardo alla valutazione dell'offerta. Tuttavia, anche in caso di comunicato congiunto non viene meno la possibilità di indicare le parziali o totali divergenze tra i due organi; è sufficienti che queste vengano messe in evidenza in quanto valutazioni parziali³⁴.

È ora chiara la valenza di questi documenti sia ai fini del procedimento di offerta sia ai fini di dare la possibilità di valutare correttamente l'offerta stessa. Le valutazioni finora descritte sono, almeno in parte, rivolte ai possessori dei titoli facenti oggetto dell'offerta. Questo significa che eventuali dati incompleti o notizie false, potrebbero spingere i risparmiatori a prendere decisioni di investimento o di disinvestimento potenzialmente dannose. La giurisprudenza risulta profondamente divisa sulla natura della responsabilità che i soggetti protagonisti del ricorso al pubblico risparmio hanno sui risparmiatori male informati³⁵. Alcuni sostengono la natura contrattuale di questa responsabilità mentre altri sono più propensi per una natura aquiliana e secondo altri ancora dovrebbe definirsi precontrattuale (rimanendo incerto se questa sia da ricondurre all'ambito contrattuale o precontrattuale).

³³Vincenzo Cariello, "Il sistema dualistico", G. Giappichelli Editore, 2012

³⁴Se pur possibile la messa in evidenza di visioni discordanti tra i due organi, dal prospetto non devono evincersi opinioni (discordanti con quanto riportato) dei singoli membri

³⁵ Vincenzo Buonocore, Manuale di diritto commerciale (quattordicesima edizione), G. Giappichelli Editore, 2017

Considerando, però, l'art. 102 comma quarto del T.u.f., il documento di offerta deve fornire le informazioni necessarie per “consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta”, questo sembra favorire una interpretazione precontrattuale nella sua opzione contrattualistica.

L'adesione all'offerta avviene presso l'offerente e gli intermediari incaricati tramite la sottoscrizione della scheda di adesione, il cui contenuto minimo è determinato dal regolamento CONSOB. Con l'adesione si perfeziona il contratto di compravendita tra offerente e destinatario che ha aderito³⁶.

³⁶Aldo Fiale, “Diritto commerciale” (ventiduesima edizione), Parte VI Cap 2 Paragrafo 3, Gruppo editoriale Simone, 2012

2.3.3 Le offerte fuori sede e il collocamento a distanza

L'art. 30 del T.u.f. definisce le offerte fuori sede come la promozione e il collocamento presso il pubblico di:

- a) di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento;
- b) di servizi e attività di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio o l'attività;

Quando si parla di offerta fuori sede si intende, quindi, una particolare modalità di svolgimento dei servizi di investimento, ovvero, un particolare schema operativo di svolgimento dei singoli servizi³⁷. Possiamo considerare la fattispecie come una particolare forma di tutela del consumatore: quest'ultimo, sempre rappresentante il contraente debole, potrebbe cadere trappola della proposta in quanto questa viene fatta improvvisamente e per di più in una sede in cui lo stesso non si aspetta di riceverla.

Oggetto delle offerte fuori sede sono strumenti finanziari e servizi o attività di investimento. La promozione, in questo caso, indica l'attività che vuole esortare la conclusione di un contratto: attività di descrizione di prodotti o servizi anche se a questa non segue la immediata stipula del contratto.

La tutela prima citata consiste, come dai commi 6, 7, 8 dell'art. 30 del T.u.f., nella possibilità di recesso che il consumatore ha in caso di offerta fuori sede. Si tratta di un vero e proprio "diritto al ripensamento".

A rendere un'offerta "fuori sede" non è soltanto la modalità con cui questa viene fatta, ma anche a chi è destinata: se l'offerta viene fatta in un luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, ma la stessa è rivolta ad investitori professionali, questa, proprio per la sua natura di tutela del consumatore (in questo caso assente), non è definita fuori sede. Sorte comune spetta a quelle offerte di propri strumenti finanziari rivolta ai componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, ai dipendenti, nonché ai collaboratori non subordinati dell'emittente, della controllante ovvero delle sue controllate, effettuata presso le rispettive sedi o dipendenze.

³⁷ "L'offerta fuori sede", Professione finanza sito web

Il collocamento a distanza viene definito dall'art. 32 del T.u.f. come ogni tecnica di contatto che non sia pubblicità, che non comporti la presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato.

È una tecnica che condivide con le offerte fuori sede l'assenza di iniziativa da parte del risparmiatore nei confronti dell'investimento.

Questa tipologia di collocamento ha acquisito una importanza sempre maggiore grazie alla diffusione sempre più capillare di strumenti di telecomunicazione che consentono a chi sollecita il pubblico risparmio di raggiungere i risparmiatori evitando di ricrearsi nel luogo dove questi si trovano fisicamente.

Premessa

Avendo chiarito precedentemente gli aspetti essenziali delle operazioni di M&A, con particolare riguardo alle operazioni in cui si ricorre al pubblico risparmio, in questo capitolo verrà inizialmente data definizione del fenomeno di concentrazione del mercato bancario (tenendo come riferimento il mercato nazionale). Dopo una panoramica su quelle che sono state le più importanti operazioni che hanno influito sulla concentrazione del mercato bancario negli ultimi quarant'anni, verranno presentati gli effetti che queste causano: le sinergie di cui si è precedentemente discusso che coinvolgono il mondo bancario.

A conclusione, l'analisi della OPS che Banca Intesa San Paolo ha promosso nei confronti di UBI banca: quali erano le condizioni di partenza, quali sono state le mosse delle due banche coinvolte e a quali conclusioni si è arrivati considerando che anche questa operazione è stata inevitabilmente investita dalla crisi sanitaria mondiale dovuta alla pandemia di COVID-19.

3.1 Il processo di concentrazione del mercato bancario in Italia

3.1.1 Introduzione

Abbiamo visto come il tema delle acquisizioni e delle fusioni sia uno dei campi di studio di più storica tradizione¹. La connessione che esiste tra questo e il fenomeno della concentrazione risulta essere evidente: se si considera il fatto che per “concentrazione”², in ambito economico, si intende un indice della struttura di un settore industriale determinato dal numero delle imprese presenti in quel settore e da come queste si dividono le quote di mercato, è chiaro che ogni operazione che vada a modificare la grandezza delle imprese o il numero di queste presenti in un qualche settore (capacità che si ritrovano nelle operazioni di M&A) deve per forza avere a che fare con il tema della concentrazione.

¹Maria Rosaria Napolitano, “La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese”, FrancoAngeli, 2003

² “Grado di concentrazione del mercato”, Okpedia sito web

Nonostante di operazioni di fusioni e acquisizione si parli già alla fine del 1800, tanto che si ritiene che una delle prime “ondate di fusioni” si sia avuta tra il 1897 e il 1904³, periodo in cui tutte le industrie minerarie e manifatturiere hanno dimostrato una maggiore incidenza dell’attività di fusione, per parlare di concentrazione del sistema bancario è necessario attendere gli anni ’80 del 1900.

Le ragioni sono da imputare a diversi fattori⁴:

- a) Il progressivo abbattimento delle barriere fisiche e regolamentari (fenomeno di “deregolamentazione”) ha accresciuto il grado di concorrenza e la contendibilità degli aspetti proprietari, spingendo così le istituzioni finanziarie ad ampliare la gamma dei servizi proposti a famiglie ed imprese. L’aumento della concorrenza ha reso necessaria una più spiccata attenzione ai costi e determinante il potere di mercato dell’istituzione stessa, dando il via ad un processo, non ancora terminato, di ingrandimento degli intermediari;
- b) In aiuto al contenimento dei costi è venuto il progresso tecnologico. Come in molti settori, anche in quello finanziario e bancario, l’ITC ha avuto un enorme impatto. Innovazioni in campo di telecomunicazioni ed elaborazione elettronica di dati hanno reso possibile la creazione di nuovi servizi e ha fortemente velocizzato le operazioni già esistenti modificandone le procedure. L’innovazione tecnologica necessita però di consistenti e continui investimenti andando ad impattare inevitabilmente sulla quota dei costi fissi. In questo modo, ad incrementare la propria importanza, sono senza dubbio le economie di scala rendendo le aggregazioni un’opportunità per migliorare l’efficienza e il processo di creazione del valore;
- c) L’integrazione dei mercati finanziari, vissuta in Europa a seguito dell’introduzione della moneta unica, ha contribuito alla riduzione del costo del credito, facendo ancora aumentare quel grado di concorrenzialità prima citato;

È importante tenere presente che il processo di concentrazione del mercato bancario non ha portato ad una riduzione della concorrenza.

³“Storia e cause delle ondate di fusioni”, M&C partners sito web

⁴ Corrado Passera, “Il processo di concentrazione del sistema bancario”, voce enciclopedia Treccani, 2009

Questo, se pur possa risultare evidente dalle motivazioni qui riportate, rappresenta una atipicità dovuta al fatto che spesso in processi di questo genere il mercato perde concorrenzialità e in qualche modo efficienza, tanto da rendere necessario l'intervento dell'autorità antitrust con riguardo alle maggiori operazioni di M&A. Questa, con l'obiettivo di salvaguardare sia le imprese più piccole che sono presenti nel mercato, sia soprattutto i consumatori, valuta le operazioni e sentenzia la loro fattibilità in base alla situazione di partenza del settore di riferimento.

A completare il quadro dei vantaggi che si possono avere nell'effettuare operazioni di aggregazione troviamo il fatto che in generale, in tutte le teorie dell'impresa, l'aumento della dimensione è considerato un valido strumento per il conseguimento degli obiettivi aziendali e oggi risulta essere anche un valido strumento di difesa dalle scalate ostili.

Per entrare nella specificità del settore bancario è necessario delineare gli aspetti fondamentali che costituiscono lo stesso. Dal punto di vista organizzativo, l'ordinamento offre due tipologie di modelli istituzionali⁵:

- a) La banca universale: quella che svolge direttamente tutte le attività. Una banca è definita tale se opera in tutte le aree di attività definite tipicamente bancarie e finanziarie (raccolta, credito, servizi, partecipazioni) e se queste vengono svolte in via diretta, attraverso cioè un unico soggetto giuridico (la banca stessa);
- b) Il gruppo bancario: in questo modello alcune attività sono separate e svolte all'interno di specifici soggetti giuridici (società dedicate). Il gruppo pure essendo composto da più società va inteso come una impresa unitaria che si muove in un'unica direzione sulla base di una strategia comune. A coordinare le società c'è la capogruppo che può essere o meno una banca.

⁵Frederic S. Mishkin Stanley G. Eakins e Elena Beccalli, "Istituzioni e mercati finanziari" (nona edizione), Pearson, 2019

Il fenomeno della concentrazione ha inizio in Italia negli anni '90⁶, con una decina di anni di ritardo rispetto a quello che era successo negli USA, in cui nel periodo tra il 1985 e il 1992 il numero di banche assicurate dalla FDIC⁷ è diminuito di più di 3000 unità.

Dopo una fase iniziale in cui le operazioni di fusione e acquisizione avvenivano principalmente tra banche di piccole dimensioni per motivazioni di efficienza, a cavallo tra i due secoli, anche intermediari creditizi di maggiore dimensione iniziano a porre in essere attività di questo genere con l'obiettivo di migliorare la loro posizione competitiva sul mercato. L'Italia non è stato l'unico paese ad essere interessato da questo processo; tutti i paesi membri dell'Unione Europea hanno seguito le orme degli Stati Uniti, ma il processo ha mantenuto una valenza nazionale: operazioni di M&A hanno interessato tutti i paesi ma queste hanno riguardato sempre banche della stessa nazione.

Per dare misura del fenomeno si noti che alla fine del 1993, anno in cui è entrato in vigore il TUB, in Italia operavano 1037 banche che nel 1999 erano già divenute 876 scese poi a 760 alla fine del 2010 fino al 2017 in cui erano attive 538 banche.

Dal 1996 al 2005 sono state 242 le operazioni di fusione e acquisizione avute tra banche italiane e 163 di queste, hanno riguardato le banche di credito cooperativo.

⁶Laura Chiamonte, "Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione cross-border", Giuffrè Editore, 2008.

⁷ "Federal deposit insurance corporation" è una società del governo degli USA che gestisce i fondi del bilancio principale occupandosi principalmente di assicurare i depositi dei privati fino a 250 mila dollari.

3.2 Breve analisi storica

3.2.1 Principali fusioni e acquisizioni dal 1980 al 2000 nel settore bancario

Negli anni '80 iniziano a modificarsi le “regole del gioco” che permetteranno alle banche di avviare il processo di concentrazione, come visto, nei primi anni '90.

Se negli anni '80 si modificano rispettivamente le norme sulla vigilanza (che passano dai controlli diretti, cioè quelli che vengono fatti sulla singola operazione, a quelli indiretti, che prendono come riferimento i coefficienti di capitale e di rischio) e quelle sulla concorrenza (se prima solo poche banche avevano la possibilità di lavorare su tutto il territorio nazionale, con la liberalizzazione degli sportelli, tutte le banche possono lavorare dappertutto; inizia qui il periodo di moltiplicazione delle agenzie e sportelli che caratterizzò il settore bancario fino al 2010) è con la Legge “Amato” che il fenomeno prende una direzione precisa⁸.

La legge 30 luglio 1990, n. 218 prende il nome da Giuliano Amato, promotore e relatore della suddetta norma durante il Governo Andreotti VI.

Fino al 1990, il sistema bancario era fortemente influenzato dal settore pubblico⁹: da un lato esistevano gli istituti di credito di diritto pubblico, dall'altro tre banche¹⁰ di interesse nazionale facenti ancora capo all'IRI e di conseguenza sotto il controllo dello Stato.

In vista della normativa Basilea I, la Legge aveva l'obiettivo di dare alle banche italiane maggiore competitività internazionale. Le banche potevano ancora scegliere la loro forma giuridica, ma quella di riferimento diventa la S.p.A.. Questa la motivazione che diede il via al processo di concentrazione, facilitato dalla ora possibile negoziazione dei titoli bancari.

La Legge ha permesso agli istituti di credito di diritto pubblico¹¹ di trasformarsi in società per azioni e allo stesso tempo di generare delle fondazioni a cui sono state trasferite tutte le attività non tipiche dell'impresa. Le fondazioni hanno assunto nel tempo un forte rilievo e ancora oggi detengono partecipazioni importanti in banche italiane.

⁸ Carlo Clericetti, “Parte il big bang delle banche ma la riforma è ancora a metà” Affari & Finanza, 24 Ottobre 2016.

⁹ Legge Amato, voce da wikipedia enciclopedia libera, sito web

¹⁰Banca commerciale italiana, Banco di Roma e Credito italiano

¹¹Banco di Napoli, Monte dei Paschi di Siena, Istituto Bancario San Paolo di Torino, Banco di Sicilia, Banco di Sardegna, Banca Nazionale del Lavoro, Sicilcassa)

La principale operazione di concentrazione degli anni '90 (anche se terminata poi nel 2007) è quella che ha portato alla nascita del gruppo Unicredit¹².

È opportuno, a riguardo, cominciare dalla nascita della Banca di Roma. Questo primo stadio dell'operazione si svolge tra il 1989 e il 1992 e vede, una volta completato il conferimento delle attività della Cassa di Risparmio di Roma al Banco di Santo Spirito (1° marzo 1991), procedere mediante il conferimento in una holding (che prenderà il nome di Cassa di Risparmio di Roma S.p.A.) da parte dell'IRI e dell'ente Cassa di Risparmio del pacchetto di controllo del Banco di Roma e del Banco di Santo Spirito.

Successivamente, grazie alla fusione per incorporazione del Banco di Roma nel Banco di Santo Spirito, che prese la denominazione di Banca di Roma S.p.A., l'organismo risultante presentava 1100 sportelli e 24000 dipendenti.

Nel corso del febbraio 1995 la Banca di Roma completa l'acquisto di una partecipazione pari al 51,95% del capitale della banca Mediterranea (la quale era localizzata principalmente in Puglia e Basilicata).

Nell'aprile dello stesso anno, Banca di Roma acquista il 48,26% delle azioni ordinarie della Banca Nazionale dell'Agricoltura (banca con forte rilievo in Emilia-Romagna e nelle Marche).

Nel novembre 1997 – a seguito della convenzione stipulata tra l'Ente Cassa di Risparmio di Roma e l'IRI – la Cassa di Risparmio di Roma Holding fu posta in liquidazione e trasferì ai propri Soci le azioni Banca di Roma in suo possesso (in tale occasione la Banca di Roma subentrò alla Cassa di Risparmio di Roma Holding quale capogruppo del Gruppo bancario denominato Bancaroma). Fu quindi perfezionata un'operazione di collocamento di azioni ed obbligazioni nell'ambito della quale, l'IRI, smobilizzò la propria partecipazione e l'Ente Cassa di Risparmio di Roma ridusse il suo possesso al 27% circa; lo stesso Ente fu affiancato da nuovi azionisti: Toro Assicurazioni e, successivamente EDS, mediante sottoscrizione di patti parasociali rispettivamente in data 6 novembre 1997 e 27 aprile 1998.

Al successo della privatizzazione della Banca hanno contribuito in modo rilevante anche i suoi funzionari. La maggior parte delle sottoscrizioni si è verificata infatti presso i circa 1.600 sportelli del Gruppo presenti su tutto il territorio nazionale.

¹² "Fusioni bancarie", Cesare Geronzi sito web

Limitare ai funzionari ed al top management il successo di questa operazione sarebbe comunque limitativo.

Nel dicembre 1999 l'aggregazione del Mediocredito Centrale consente al gruppo di estendere la copertura operativa a tutti i settori dell'intermediazione finanziaria. Con la contestuale inclusione del Banco di Sicilia si acquisiscono strutture in grado di consolidare le quote di mercato ed estendere la diversificazione territoriale.

Nel luglio 2002, con l'operazione di integrazione con il Gruppo Bipop-Carire, si compie un ulteriore e decisivo passo verso il riequilibrio territoriale delle reti di sportelli e degli impieghi nonché verso una migliore diversificazione dei rischi.

Successivamente a tali operazioni (1° luglio 2002), Banca di Roma e Bipop mutano la propria denominazione rispettivamente in Capitalia Spa e Fineco Spa.

Al momento della sua formazione, Capitalia rappresenta il 4° gruppo bancario italiano, con oltre 1900 sportelli, 5 milioni di clienti, 80 miliardi di euro in crediti a clientela e 81 miliardi di depositi da clientela. Il 30 luglio 2007, l'Assemblea Straordinaria degli azionisti di Capitalia approva il progetto di fusione per incorporazione di Capitalia S.p.A. in UniCredit S.p.A..

Il 20 Maggio 2007 il comunicato stampa congiunto recita "Fusione tra UniCredit e Capitalia: consolida la presenza in Italia, creando la maggiore banca dell'eurozona per capitalizzazione di mercato¹³.

3.2.2 Principali fusioni e acquisizioni dal 2000 al 2020 nel settore bancario

Nei due decenni che vengono presi in considerazione in questo paragrafo, sono molte le operazioni di concentrazione bancaria che hanno avuto un ruolo importante nel delineare l'assetto degli intermediari creditizi oggi presente nel nostro paese.

Si può comunque riuscire ad identificare quale tra queste sia stata la più significativa, considerando il fatto che ha portato alla creazione del più grande gruppo bancario in italiano che conta al 30 Giugno 2020¹⁴, 11,8 milioni di clienti, 3700 sportelli e una capitalizzazione di mercato di 29,8 miliardi di euro: Gruppo Intesa San Paolo S.p.A..

¹³ Dal sito web di UniCredit, Press e Media, Comunicati stampa-Price sensitive, 2007.

La nascita del gruppo¹⁵ può farsi risalire al 1997, anno in cui il presidente di Fondazione Cariplo e il presidente di Banco Ambrosiano Veneto, sottoscrivono un accordo per l'integrazione tra Cariplo e Banco Ambroveneto che darà vita a Banca Intesa.

Nel corso del 1998 Banca Intesa acquisisce la Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza e la Banca Popolare Friuladria.

Il primo passo importante verso la creazione del gruppo come oggi lo conosciamo è senz'altro la comunica¹⁶ dell'operazione di concentrazione che Banca Intesa fa a COMIT¹⁷ attraverso il lancio di una OPS relativamente al 70% delle azioni ordinarie e di risparmio di quest'ultima che la Banca d'Italia riceve il 2 Dicembre del 1999.

L'ultima operazione di fusione¹⁸ si avrà poi nel corso del 2006 con San Paolo IMI e avrà effetto dal 1 gennaio 2007 tramite una fusione per incorporazione di San Paolo IMI in Banca Intesa con contestuale cambio di denominazione sociale in Intesa San Paolo S.p.A..

Dal 2008 al 2016, il gruppo è stato protagonista di una lunga serie di acquisizioni di banche che operavano in zone distinte della penisola. In questa fase l'espansione ha avuto luogo prettamente nel Centro e nel Nord.

Prima dell'ultima grande operazione di cui tratteremo nei paragrafi successivi, tra il 2017 e il 2019, il gruppo ha incrementato ancora la propria capacità con un'altra ondata di acquisizioni che comprendono quella di Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza, avvenute al prezzo simbolico di 50 centesimi l'una.

¹⁴ Intesa San Paolo sito web

¹⁵ “Cariplo”, storia, Intesa San Paolo sito web

¹⁶ Provvedimento n. 30 del 2 Dicembre 1999, “Banca Intesa S.p.A./Banca Commerciale Italiana S.p.A.”, Bancaditalia sito web.

¹⁷ Banca Commerciale Italiana

¹⁸ “Intesa San Paolo”, le origini, voce di Wikipedia sito web

3.3 Vantaggi e svantaggi per operatori bancari e i loro clienti

Nel capitolo 1, paragrafi 1.2 e 1.3, si è già trattato degli obiettivi strategici delle operazioni di M&A e si è fatto particolare riferimento al tema delle sinergie. In questo paragrafo, si vuole approfondire l'argomento con particolare riguardo alla specificità dell'operazione in questione. Le banche possono essere paragonate a delle società, a delle imprese, ma il particolare settore cui fanno riferimento, modifica, anche se non completamente, i valori in gioco. Di seguito l'analisi verrà divisa in due parti; una prima, in cui si terrà conto degli effetti "interni" alla banca: come cioè l'operazione modifica l'efficienza della stessa e l'approccio alle operazioni di raccolta e impiego caratteristici degli intermediari finanziari bancari. Nella seconda si valuteranno le modifiche che l'operazione apporta alle relazioni con la clientela.

3.3.1 Gli effetti sull'efficienza

Un valido indicatore dell'efficienza di una banca può essere il costo del credito. Il costo del credito per il soggetto erogante¹⁹ (banca in questo caso) è costituito dalla somma degli oneri e dei costi per dare corso al finanziamento. Si tratta dei costi di gestione della pratica che comprendono spese per incasso delle rate, spese di comunicazione banca cliente, e soprattutto il costo che la banca sostiene per raccogliere il denaro oggetto poi di credito. A proposito può essere utile analizzare i risultati del lavoro²⁰ di F. Panetta, F. Schivardi e M. Shum dal titolo "Do mergers improve information? Evidence from the loan market". Questi studiosi hanno spostato il centro dell'analisi partendo appunto dal tema dell'informazione. Il mondo degli intermediari finanziari è da sempre fortemente legato al tema delle asimmetrie informative; in particolar modo le banche "subiscono" questa disparità di informazione, nel momento in cui devono effettuare operazioni di prestito.

¹⁹ "Costo totale del credito", COMPASS gruppo Mediobanca sito web

²⁰ F. Panetta, F. Schivardi e M. Shum, "Do mergers improve information? Evidence from the loan market", Banca d'Italia, 2004.

Riassumendo in modo molto conciso, un'operazione di impiego comincia sempre con una fase di istruttoria fido, con cui la banca valuta il grado di rischio (rating) del cliente (privato o corporate che sia) che si trova davanti.

Risulta evidente che maggiori sono le informazioni a disposizione della banca, più precisa può essere la valutazione che si fa del cliente e di conseguenza si riduce il rischio insito nell'operazione rendendo la stessa meno costosa.

I risultati mostrano due sollecitazioni contrapposte che il costo del credito subisce: da un lato, i guadagni di efficienza conseguiti mediante l'operazione di concentrazione possono determinare un calo del costo del credito causato dalle economie di scala e scopo che la acquisizione comporta. Dall'altro l'incremento della quota di mercato acquisita, mette la nuova istituzione in una posizione "dominante" dandole quindi la possibilità di alzare i tassi.

In questa fase di potenziale e apparente stallo, si inseriscono le analisi sull'informazione: dopo le fusioni si registra un aumento dei tassi bancari per i clienti di bassa qualità e un calo dei tassi per i clienti con migliori prospettive di sviluppo²¹. Questo è dovuto alla maggiore informazione a disposizione della banca che è ora in grado di attribuire un grado di rischio preciso e non deve quindi lasciarsi un maggior margine dovuto all'incertezza che esisteva precedentemente sulla valutazione fatta.

²¹ "Gli effetti informativi delle fusioni bancarie e il costo del credito", Osservatorio su fusioni e aggregazioni tra gli intermediari finanziari, Rapporto FinMonitor n.3-Dicembre 2004 (Con contributo speciale su invito a cura di F. Panetta)

3.3.2 Gli effetti sulle relazioni con la clientela

Le valutazioni che a valle determinano la convenienza ad intraprendere una fusione o una acquisizione, vengono fatte partendo dal valore delle aziende prese singolarmente e sommando a questo il valore delle sinergie²². È chiaro che il valore delle singole aziende quando si parla di banche è quasi totalmente da imputare ai clienti delle stesse. Nei processi di concentrazione bancaria una attenzione particolare va riservata ai clienti della banca che si vuole acquisire, per evitare che questi decidano di abbandonare la banca togliendo valore all'operazione.

Risulta quindi fondamentale avere strumenti che garantiscano una eccellente customer experience dei clienti acquisiti.

È importante analizzare la relazione dei nuovi clienti con il nuovo assetto, misurarne l'esperienza e rilevare gli indicatori di retention che sono alla base degli obiettivi di business²³.

È risaputo che i clienti tendano ad aspettarsi il peggio dagli annunci delle fusioni²⁴. Sono preoccupati di perdere la loro filiale di riferimento o di non comprendere i programmi di home banking della banca acquisente. L'alto tasso di fusioni che non riescono a fornire il previsto miglioramento è frequentemente dovuto all'abbandono da parte della clientela. Uno dei metodi di maggior successo per evitare la perdita della clientela, è quella di vedere la fusione dal punto di vista del cliente. Le società che hanno maggior successo, sono infatti quelle che mettono dei team a gestire le relazioni con i clienti che vanno ad agire come avvocati degli stessi facendoli in questo modo sentire tutelati e accompagnati in questo processo di integrazione.

²² Paragrafo 1.3 "Creazione del valore"

²³ "La fedeltà dei clienti dopo un'acquisizione o una fusione", Euteco sito web

²⁴ L. Miles T. Rouse, "Keeping customer first in merger integration", Bain and Company, 3 Novembre 2011

3.4 Il caso: perché Intesa San Paolo S.p.A. ha optato per una OPS

In questo paragrafo si descrivono le fasi principali della più importante operazione di M&A che ha interessato il settore bancario negli ultimi dieci anni. Si precisa che quella che segue è una analisi che viene svolta a operazione conclusa da pochi giorni, sensibile quindi a inesattezze future dettate da possibili cambiamenti delle condizioni concordate dalle banche in fase di chiusura dell'accordo.

3.4.1 Le condizioni di partenza e la scelta di Banca Intesa San Paolo

Si è già fatto cenno al gruppo Intesa San Paolo S.p.A. nel paragrafo 3.2.2; questo rappresenta il primo gruppo bancario italiano per numero di sportelli e quote di mercato. UBI Banca S.p.A. è un gruppo bancario che nasce il 1° aprile 2007 dalla fusione fra Banche Popolari Unite e Banca Lombarda. Rappresenta, per numero di sportelli, il quarto gruppo bancario presente in Italia²⁵.

Il processo che porterà all'acquisizione del gruppo UBI da parte di Intesa San Paolo ha inizio il 17 Febbraio 2020²⁶.

La data, prima di diventare quella che ha dato inizio al processo di concentrazione, rappresentava già per il gruppo UBI un momento importante. Il 27 Gennaio, infatti, il gruppo con sede a Bergamo, aveva annunciato che il proprio CdA si sarebbe riunito il 17 Febbraio per approvare il piano industriale 2022²⁷.

Nella tarda serata del 17 Febbraio, Intesa San Paolo, annuncia il lancio di una OPS volontaria totalitaria su UBI Banca.

Le condizioni di partenza vedono offrire 1,7 azioni di nuova emissione Intesa San Paolo per ogni azione UBI portata in adesione all'offerta.

Considerando i prezzi ufficiali²⁸ di chiusura del mercato al 14 febbraio 2020

²⁵ "UBI Banca", Wikipedia sito web

²⁶ E. Fagnani, "UBI Banca, piano industriale il 17 Febbraio 2020", Soldionline sito web

²⁷ "Piano industriale 2022", Milano 17 Febbraio 2020, UBI Banca sito web

²⁸ Fonte dati Borsa Italiana sito web

(UBI: 3,333€ Intesa San Paolo: 2,502€) il corrispettivo esprime una valorizzazione pari a 4,254€ e incorpora quindi un premio del 27,6%²⁹.

Per portare a termine l'operazione, Banca Intesa emetterà circa 1,9 miliardi di nuove azioni tramite un aumento di capitale senza diritto opzione³⁰ per gli attuali soci.

La nota che ha accompagnato il lancio dell'OPS, precisa le finalità della stessa:

l'idea è quella di acquisire l'intero capitale di UBI che quindi verrà delistata e integrata nel primo gruppo bancario italiano.

Con riguardo alla convenienza dell'operazione, si stimano economie di scala che daranno vita a sinergie annue lorde di costo pari a 510 milioni e di ricavi per 220 milioni, a fronte di costi di integrazione una tantum pari a 1,7 miliardi³¹.

L'offerta vede la sua realizzazione al raggiungimento del 50% delle azioni del gruppo con sede a Bergamo; il mancato raggiungimento della soglia in questione, infatti, lascerebbe UBI indipendente e libera di procedere con il proprio piano industriale.

Già dal momento del lancio, però, Carlo Messina, consigliere delegato e CEO di Intesa San Paolo, ha subordinato il successo dell'operazione al raggiungimento del 66,67% delle quote dell'istituto di Victor Massiah, Amministratore Delegato di UBI al momento del lancio dell'OPS. La quota dei due terzi permetterebbe infatti a Banca Intesa di ottenere il controllo dell'assemblea straordinaria³².

Il controllo di quest'ultima permetterebbe di procedere alla nomina di un nuovo CdA disposto ad approvare la fusione per incorporazione offrendo con ogni probabilità agli altri azionisti termini peggiori rispetto a quelli dell'OPS.

²⁹ L. Gialtieri, "Intesa lancia l'OPS su UBI", 17 Febbraio 2020, MF Milano Finanza sito web

³⁰ Si tratta di un aumento di capitale in cui non viene data la possibilità, ai soci, di sottoscrivere le azioni di nuova emissione in proporzione alle quote che posseggono. Si precisa ciò, in quanto la maggior parte degli aumenti di capitale prevedono, al contrario, diritto di opzione, per evitare che gli stessi modificano i rapporti di potere all'interno dell'azionariato.

³¹ Reuters staff, "Intesa San Paolo Lancia OPS su UBI, deal da 4,86 miliardi di euro", 17 Febbraio 2020, REUTERS sito web

³² "Parte l'offerta di Intesa San Paolo: sinergie e valore per gli azionisti superiori alle stime di UBI", Economia e Finanza, La Repubblica, 6 luglio 2020

Nel documento³³ con cui Banca Intesa ha presentato al mercato l'OPS, “nell'ottica di accelerare il raggiungimento degli obiettivi industriali e per prevenire il sorgere di situazioni potenzialmente rilevanti ai fini antitrust”, la stessa dichiara di aver preso, nel giorno stesso della presentazione, un accordo con BPER Banca S.p.A., la quale si è impegnata ad acquistare, a seguito del perfezionamento dell'offerta su UBI, un ramo d'azienda composta da un numero di filiali dell'ordine di 400/500.

Per le stesse finalità si presenta nel documento anche l'accordo con UnipolSai Assicurazioni S.p.A. che si impegna ad acquistare rami d'azienda comprendenti certe attività e passività facenti capo ai veicoli banco assicurativi di UBI.

³³ “Comunicazione ai sensi dell'art. 102, comma 1, del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e dell'art. 37 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (“Comunicato”)”, Banca Intesa San Paolo, 17 Febbraio 2020.

3.4.2 La reazione di UBI

Il primo a dover e voler dire la propria riguardo all'offerta recapitata è stato il CEO Victor Massiah che ha tenuto a precisare che l'OPS è stata appresa da un comunicato stampa e che l'operazione non era concordata e che il CdA di UBI non ne era a conoscenza.

Le reazioni subito successive all'apprendimento della notizia dell'OPS hanno visto i maggiori azionisti di UBI rimanere fermi nei riguardi della stessa.

Nonostante il titolo si fosse allineato, nei giorni successivi al lancio, al valore espresso dall'offerta, fatto salvo per la vendita di 1,1 milioni di azioni³⁴ effettuata da parte di alcuni soci aderenti facenti parte del patto sindacale Car³⁵, nel comunicato del Car si legge che "L'OPS come prospettata, appare ostile, non concordata, non coerente con i valori impliciti di UBI e quindi inaccettabile"³⁶. Il patto ritiene di dovere difendere i propri investimenti e la banca con i suoi territori di riferimento. Considera inoltre UBI una banca sana e ben gestita: realtà centrale per il sistema socio-economico del paese. Questi i punti salienti delle dichiarazioni post lancio dell'offerta.

I vertici dell'istituto nato dalla fusione di Banche Popolari Unite e Banca Lombarda hanno voluto anche sottolineare la complessità dell'iter dell'operazione³⁷ proprio per cercare di convincere i propri azionisti a non cedere all'offerta, almeno così come è stata presentata in un primo momento.

³⁴ "UBI dopo OPS Intesa patto Car vende 1,1 milioni di azioni e cala al 17,7%", Radiocor, Il Sole24Ore

³⁵ Il Car è un atto parasociale avente oggetto le azioni di UBI Banca S.p.A. sottoscritto in data 19 settembre 2019. Dopo la citata vendita di 1,1 milioni di azioni, comprende il 17,7. All'interno del Car si trovano Fondazione cassa di risparmio di Cuneo, Fondazione banca del monte di Lombardia, Polifin e famiglia Bosatelli, Next investment (famiglia Bombassei), P4P Int e famiglia Pilenga, Radici Group e famiglia Gianni Radici, Scame e famiglia Andreoletti e famiglia Gussalli Beretta.

³⁶ Redazione di economia, "UBI Banca: "OPS Intesa ostile, è inaccettabile" Messina: no a rilanci", L'Economia, Il corriere della sera, 20 Febbraio 2020

³⁷ Redazione di economia, "UBI, Massiah: "Offerta di Intesa non concordata. Il sì non è scontato", L'Economia, Il corriere della sera, 19 Febbraio 2020

3.4.3 Ritardi causati dalla pandemia e opinione dell'antitrust

Il 6 Marzo 2020, Banca Intesa procede con il deposito presso la CONSOB del documento di offerta che come abbiamo visto deve “verificare la capacità dello stesso di consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull’offerta”³⁸.

In condizioni “normali” questo procedimento di approvazione o respingimento da parte dell’organo di riferimento per le società e per la borsa ha una durata di 15 giorni che raddoppia nel caso in cui i prodotti finanziari oggetto dell’offerta non siano quotati.

L’esplosione dell’emergenza Corana Virus in Italia ha influenzato tutti i settori e non ha risparmiato nemmeno le operazioni in corso come quella di cui ci stiamo occupando.

Prima di analizzare l’evento che ha maggiormente influenzato l’andamento del procedimento di acquisizione, per dare una idea della misura del ritardo è sufficiente considerare che l’approvazione del documento di offerta da parte della CONSOB è avvenuta in data 25 Giugno 2020.

Nei tre mesi trascorsi tra il deposito e l’approvazione, le vicende del caso Intesa UBI sono passate decisamente in secondo piano su uno scenario nazionale tragicamente dedicato all’emergenza sanitaria.

La vicenda è tornata a far parlare di sé quando intorno alla metà del mese di maggio emerge che il gruppo guidato da Massiah ha presentato un esposto alla CONSOB per far saltare l’operazione invocando la clausola così detta Mac³⁹: la Material Adverse Change, letteralmente cambiamento rilevante avverso, è una clausola che emerge nei contratti di acquisizione nei quali le parti devono attentamente definire le circostanze o gli eventi che possano verificarsi nel periodo che va dal signing al closing dell’operazione che siano in grado di influire negativamente sulla target.

In conseguenza del verificarsi di uno degli eventi che compongono la clausola Mac, una delle parti può richiedere di sciogliere il vincolo contrattuale⁴⁰ ed evitare lecitamente il perfezionamento dell’operazione.

³⁸ Art. 102, comma quarto, T.U.F.

³⁹ G. Marra M. Moretti, “La Material Adverse Change come rimedio contrattuale nelle operazioni di acquisizione in corso durante l’emergenza Covid-19”, Diritto 24, Il Sole 24 ore, 4 Maggio 2020

⁴⁰ Ci si riferisce qui all’irrevocabilità dell’offerta

In un primo momento non è stato facile comprendere il motivo per il quale UBI si volesse avvalere di questa clausola: la Materil Adverce Change è solitamente utilizzata dall'acquirente che ha interesse ad uscire dall'accordo nel momento in cui il profilo della target venga a deteriorarsi a seguito di eventi inaspettati.

A convincere UBI nel fare chiarezza nei confronti della vicenda è un articolo pubblicato sul sole 24 ore in data 19 Maggio 2020⁴¹. L'articolo sostiene che i legali di UBI abbiano avanzato richiesta alla CONSOB di sospendere l'offerta perché alcune condizioni ostative poste dall'istituto guidato da Messina si sono verificate. Le condizioni in questione sarebbero quelle che hanno portato al deterioramento del profilo finanziario di UBI.

L'istituto di Massiah, colpito da quanto riportato nell'articolo, ha dovuto chiarire la propria posizione smentendo categoricamente che l'avveramento della condizione Mac è conseguente all'asserito deterioramento del proprio profilo e dichiarando che UBI ha ritenuto doveroso sottoporre all'attenzione della CONSOB alcuni profili, con particolare riguardo all'avveramento della condizione Mac in relazione alla pandemia. UBI ha evidenziato le ragioni per le quali ritiene che, verificatasi la condizione Mac, l'OPS è divenuta inefficace e l'offerente si sarebbe dovuto esprimere tempestivamente sulla rinuncia a tale condizione, non potendo Intesa riservarsi, come fatto finora, di confermare se l'offerta fosse valida o meno al termine del processo, in quanto l'offerta deve avere natura irrevocabile. Il danno ricevuto da UBI sarebbe quello di avere in questa fase una autonomia gestionale, un andamento sul mercato e le scelte degli investitori, influenzate e distorte da una offerta che non ha le caratteristiche di irrevocabilità richieste dalla legge⁴².

L'antitrust aveva il compito di valutare le condizioni che Banca Intesa aveva espresso nel documento con cui aveva presentato al mercato l'OPS. Il via libera da parte dell'organo garante della concorrenza arriva il 16 Luglio 2020. Il garante autorizza con condizioni l'acquisizione del controllo di UBI Banca: si specifica che Banca Intesa deve vendere 532 filiali a BPER e i relativi rapporti di natura assicurativa con Unipol (come già anticipato nella nota al lancio dell'operazione).

⁴¹ "UBI-Intesa, sul tavolo CONSOB la richiesta di sospensione", Il Sole 24 ore, 19 Maggio 2020

⁴² C. Scozzari, "Guerra totale tra UBI e Intesa San Paolo sulla clausola collegata al corona virus che può far saltare l'offerta", Business insider Italia, 20 Maggio 2020

Il CEO Carlo Messina si definisce soddisfatto per la realizzazione di questo ultimo atto autorizzativo che completa i pareri già positivi della BCE, della Banca D'Italia, dell'IVASS e della CONSOB. Dichiara Messina che “si tratta di un passaggio fondamentale perché garantisce agli azionisti UBI, che aderiranno all'offerta, la totale correttezza dell'operazione dal punto di vista regolamentare”⁴³.

3.4.4 Da OPS a OPAS: il rilancio di Banca Intesa

Quella qui descritta è senz'altro la mossa decisiva che ha liberato l'offerta di Banca Intesa dai dubbi che la circondavano, almeno considerando le adesioni che questa è riuscita a conseguire.

Nella nota che accompagna la chiusura del consiglio di amministrazione straordinario del 17 Luglio 2020 di Intesa San Paolo si legge che, poiché l'obiettivo è quello di generare benefici per tutti gli stakeholder dei due gruppi, e di rafforzare il supporto all'economia reale e sociale italiana, la banca ha deciso di rivedere il corrispettivo alla luce delle difficoltà causate dalla crisi per la pandemia da Covid-19⁴⁴.

Quello che si aggiunge è un corrispettivo in denaro pari a 0,57 euro per azione conferita. La nuova offerta, comprendendo anche una parte in contanti oltre allo scambio di azioni, è da definirsi come OPAS.

La reazione del mercato è fortemente positiva e fa crescere il titolo UBI del 12% portandolo ai massimi dal 4 Marzo scorso.

La nuova OPAS risulta essere razionalmente irriifiutabile, includendo un premio del 44,7% considerando i prezzi del giorno precedente all'annuncio dell'offerta⁴⁵.

⁴³ F.Massaro, “L'antitrust dice sì all'OPS di Intesa San Paolo su UBI: ma ceda oltre 500 sporteli”, L'Economia, Il Corriere della sera, 16 Luglio 2020.

⁴⁴ “Intesa San Paolo rilancia offerta su UBI”, Economia, AGI sito web, 17 Luglio 2020.

⁴⁵ A. Fontana, “UBI con il vento in poppa dopo rilancio Intesa, per gli analisti nuova OPAS irrinunciabile”, 24 Finanza, Il Sole 24 ore, 20 Luglio 2020.

3.4.5 La chiusura e le sue condizioni

L'avvio del periodo di adesione si è avuto in data 6 Luglio 2020 e la società offerente insieme con l'organo di tutela di investitori e Borsa aveva concordato una durata di tre settimane piene, che avrebbero portato la chiusura dello stesso al 28 Luglio⁴⁶.

Proprio a pochi istanti dalla chiusura del periodo di adesione, la CONSOB ha deciso di prorogarlo di altri due giorni (con scadenza il 30 Luglio) per permettere ai piccoli azionisti di valutare ancora meglio l'offerta dopo che la stessa autorità dei mercati aveva fatto richiesta ad UBI di modificare alcune comunicazioni date riguardo all'offerta sul proprio sito web⁴⁷.

Nella giornata del 28 Luglio arriva anche la adesione del Car che era stato molto critico inizialmente nei confronti dell'offerta. L'adesione, chiarisce lo stesso in una nota, arriva dopo il riconoscimento del maggiore valore attraverso il rilancio di Intesa e soprattutto dopo rassicurazioni con riguardo la valorizzazione del personale di UBI e alle aspettative del territorio. Con il sì del Car le adesioni arrivano intorno a quota 60% permettendo quindi, in proiezione, l'agevole superamento della quota dei due terzi⁴⁸.

La prima citata proroga di due giorni sul periodo di adesione è stata fondamentale per permettere di concludere l'OPAS al 90,206%.

Quando mancavano ancora due giorni alla scadenza del termine per la consegna delle azioni, le adesioni hanno toccato quota 71,9% superando sia la quota del 50% per portare a termine l'operazione, sia quella dei due terzi che dava a Intesa il controllo dell'assemblea straordinaria⁴⁹.

La comunicazione è arrivata da Borsa Italiana; avendo superato la quota del 90%, Banca Intesa va incontro agli obblighi individuati nel Capitolo 1, quello cioè di dover acquistare i titoli rimanenti degli azionisti che ne dovessero fare richiesta⁵⁰.

⁴⁶ “OPS Intesa San Paolo UBI Banca: periodo di adesione e concambio di azioni. Inizia il 6 Luglio”, borsainside sitoweb.

⁴⁷ “L'OPS è stata prorogata di due giorni dalla CONSOB: chiude il 30 luglio e dà modo all'azione UBI di recuperare terreno, rimettendo in gioco gli arbitraggisti. Intanto aumentano le adesioni e si rafforza il superamento di quota 50%”, La Repubblica, 28 Luglio 2020

⁴⁸ “OPAS Intesa su UBI, aderisce anche il Car: vicina quota 66%”, economia, Giornale di Brescia, 28 Luglio 2020.

⁴⁹ L. Davi “UBI diventa di Intesa San Paolo: le adesioni all'OPAS al 90,21%”, Il Sole 24 Ore, 30 Luglio 2020

⁵⁰ “UBI Banca: OPAS Intesa chiude oltre il 90%, adesioni al 90,2%”, Il Sole 24 ore, 30 Luglio 2020

A pochi giorni dal successo dell'OPAS, il 3 Agosto, il CEO Massiah annuncia le proprie dimissioni, lasciando temporaneamente facoltà e poteri a Elvio Sonnino Vice Direttore Generale Vicario⁵¹.

Banca Intesa impiegherà a sua volta poco tempo a nominare un proprio amministratore delegato che avvicini ulteriormente alla fusione tra i due istituti; il 6 Agosto nomina, infatti, nuovo Amministratore Delegato e Direttore Generale, Gaetano Miccichè, attuale presidente della divisione Imi del gruppo Intesa⁵².

Sulla scia delle dimissioni del CEO, anche il CdA di UBI prende atto del successo dell'OPAS e manifesta la propria intenzione di rimettere il proprio mandato nelle mani dell'offerente, rimanendo in carica per garantire solo la continuità operativa e gestionale, nonché la corretta amministrazione della banca fino all'assemblea di rinnovo degli organi⁵³ convocata per il prossimo il 16 Ottobre.

⁵¹ “UBI Massiah annuncia le dimissioni: “lascio la società questa sera””, Economia e Finanza, La Repubblica, 3 Agosto 2020.

⁵² “UBI Banca, Gaetano Miccichè è il nuovo amministratore delegato: altro passo verso la fusione con Intesa San Paolo”, Il fatto quotidiano, 6 Agosto 2020

⁵³ “UBI, Massiah lascia con decorrenza immediata. CdA dimissionario. “Massima disciplina sui conti””, 24 Finanza, Il Sole 24 ore, 3 Agosto 2020

3.4.6 Possibili scenari e sviluppi futuri

In questo paragrafo si cerca di capire se il caso appena descritto debba essere circoscritto all'interno di un più grande fenomeno globale che porta il nome di "concentrazione bancaria". Dai dati analizzati è innegabile che ci sia un trend che va in direzione di banche più grandi che possano avere un peso maggiore nei paesi di appartenenza e in chiave continentale se si fa riferimento a banche appartenenti a paesi dell'UE.

Ancora da chiarire se questa debba considerarsi una corrente appannaggio solo di alcuni paesi, ovvero una chiara direzione presa e seguita a livello mondiale.

Per comprendere quello che sta succedendo in Italia possiamo prendere in esame i risultati dell'analisi commissionata da UBI a Swg⁵⁴.

L'analisi cerca di capire in che direzione si stia muovendo il settore bancario nazionale tra i due estremi di concentrazione e concorrenza.

Le opinioni raccolte evidenziano una preferenza per un sistema bancario plurale che faccia della concorrenza un valore fondamentale per garantire alle imprese maggiori opportunità di accesso al credito, minori costi e alta velocità di risposta. Per quanto riguarda i processi di concentrazione, circa il 60% delle imprese intervistate, sostengono che potrebbero portare a dei miglioramenti in termini di efficienza ma è opinione altrettanto condivisa che questo miglioramento non debba avvenire a discapito del livello di concorrenza oggi presente nel settore.

L'analisi, effettuata nel periodo di discussione dell'OPS (poi OPAS) Intesa -UBI, è stata occasione di dibattito per i due CEO interessati; se da un lato, Victor Massiah, ha tenuto a sottolineare che gli aspetti concorrenziali sono "più che mai fondamentali" in un sistema del credito che soffre di una importante crisi di fiducia. Dall'altro Carlo Messina, ha portato all'attenzione dell'opinione pubblica il dato che vede il 66% delle grandi imprese, considerare la presenza di pochi e grandissimi gruppi in Italia, come elemento di forza e stabilità del sistema bancario nazionale che sarebbe così in grado di dare maggiore sicurezza alle imprese che vi ricorrono⁵⁵.

⁵⁴ Società fondata nel 1981 che progetta e realizza ricerche di mercato, di opinione, istituzionali, studi di settore e osservatori, analizzando e integrando i trend e le dinamiche di mercato, della politica e della società.

⁵⁵ S. Righi, "Credito, l'equilibrio da non perdere tra concorrenza e concentrazione", L'Economia, Il Corriere della sera, 22 Giugno 2020.

3.4.7 Conclusioni

Per concludere si vuole provare a inquadrare dal punto di vista strategico la mossa di Banca Intesa proprio per dare risposta all'interrogativo che dà il titolo al capito.

Nel capitolo due si è già fatto riferimento alle principali differenze che si hanno tra le operazioni di ricorso al pubblico risparmio; in generale il vero tratto distintivo tra le OPS e le OPA risiede nello sforzo economico finanziario che viene richiesto da chi le propone.

In queste ultime considerazioni non si farà più riferimento alle motivazioni che hanno spinto Banca Intesa a muovere nei confronti di UBI, ma si ragionerà solamente sulla strategia che è stata adottata.

Optare per una offerta pubblica di scambio ha permesso a Banca Intesa di non dover ricorrere ad un pesante sforzo finanziario che avrebbe impattato sull'attivo patrimoniale del gruppo.

Dietro la scelta dell'OPS possono riscontrarsi anche motivazioni strategiche che vanno oltre l'immediato impiego di risorse finanziarie.

Se Banca Intesa avesse deciso di procedere con una offerta pubblica di acquisto avrebbe liquidato i soci di UBI con un corrispettivo in denaro rinunciando quindi a quello che Banca Intesa stessa ha definito un azionariato che presenta numerose caratteristiche che avvicinano le due banche, e che avrebbe reso l'operazione di integrazione più fluida e con modalità tali da valorizzare le risorse dell'emittente. A proposito l'offerente ha definito UBI come un profilo che corrisponde a quello cercato per: il modello di business, il posizionamento di mercato e la copertura territoriale, il set di valori condivisi dal management, il forte orientamento al supporto dell'economia italiana e alla crescita sostenibile e inclusiva e la forte presenza di stakeholders italiani che rendono UBI Banca una azienda che esprime in larga parte un profilo omogeneo a quello dell'offerente⁵⁶.

Integrare nell'azionariato del gruppo Intesa San Paolo gli azionisti di UBI Banca permetterà di rafforzare la posizione in quelle zone in cui gli ormai ex proprietari dell'istituto con sede a Bergamo hanno una presenza dal considerevole peso dovuta alla tradizione bancaria che da tempo caratterizza quei territori.

La “deviazione” avuta in corso d'opera che ha catalogato l'operazione come OPAS non incide sulle motivazioni fino a qui chiarite:

l'aggiuntivo conferimento in denaro, infatti, non ha avuto l'obiettivo di liquidare gli azionisti di UBI, al contrario voleva essere una operazione di closing, probabilmente già pianificata sin dall'avvio dell'operazione nella strategia di acquisizione, finalizzata a convincere anche i soci più restii ad aderire all'OPS.

La scelta dell'OPS può essere quindi interpretata come il riconoscimento dell'importanza degli azionisti UBI e come volontà di Intesa di includerli nel proprio azionariato, nella convinzione che possano rafforzare i rapporti con i territori di loro tradizione.

Tale riconoscimento potrebbe materializzarsi attraverso la nomina, nel prossimo Consiglio di Amministrazione di Banca Intesa, di un consigliere espressione dei vecchi azionisti UBI.

⁵⁶ “Comunicazione ai sensi dell’art. 102, comma 1, del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e dell’art. 37 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (“Comunicato”)", Banca Intesa San Paolo, 17 Febbraio 2020.

Bibliografia:

- Richard A. Brealy, Stewart C. Myers, F. Allen, S. Sandri, “principi di finanza aziendale”, (VII edizione), Mc Graw Hill, 2015
- Richard A. Brealy, Stewart C. Myers, F. Allen, S. Sandri, “principi di finanza aziendale”, (VIII edizione), Mc Graw Hill, 2020
- Frederic S. Mishkin Stanley G. Eakins e Elena Beccalli, “Istituzioni e mercati finanziari” (nona edizione), Pearson, 2019
- Robert F. Bruner Capitolo 11 “valuing synergies” da “Applied mergers and acquisition”, Wiley, 2004.
- Matteo Caroli e Franco Fontana, “Economia e gestione delle imprese”, (V edizione), Mc Graw Hill education, 2017
- Measuring and managing the value of companies (McKinsey)
- Valter Conca, “Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita” (III edizione), Egea, 2010
- Vincenzo Buonocore, “Manuale di diritto commerciale” (XIV edizione), G. Giappichelli Editore, 2017
- Mario Cian, “Manuale di diritto commerciale” (II edizione), G. Giappichelli Editore, 2018
- Carlo Scognamiglio Pasini, Economia industriale (III edizione), Luiss University press, 2016
- Dennis W. Carlton Jeffrey M. Perloff, Organizzazione industriale (III edizione), Mc Graw Hill, 2013.
- Aldo Fiale, “Diritto commerciale” (XXII edizione), Parte VI Cap 2 Paragrafo 3, Gruppo editoriale Simone, 2012
- Federico Mucciarelli, “Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio”, Capitolo “Le strategie difensive”, G. Giappichelli Editore, 2014
- Giuseppe Faucella, “Commentario all’offerta pubblica di acquisto”, G. Giappichelli Editore, 2010.
- Renzo Costi, “Il mercato mobiliare” (XI edizione), G. Giappichelli Editore, 2018

- Ezio Tartaglia, “Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari: clausole di tutela dell’acquirente nei processi di M&A” (II edizione), Maggioli Editore, 2014.
- Andrea Tucci, “La violazione dell’obbligo di offerta pubblica di acquisto: rimedi e tutele”, Giuffrè Editore, 2008.
- Pierre Di Toro, “Scalata azionaria e OPA europea: le contese per la conquista del potere di governo nelle società quotate”, Egea, 2012
- Vincenzo Cariello, “Il sistema dualistico”, G. Giappichelli Editore, 2012
- Maria Rosaria Napolitano, “La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese”, FrancoAngeli, 2003
- Laura Chiaramonte, “Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione cross-border”, Giuffrè Editore, 2008.

Sitografia:

- “L’acquisizione di impresa: le varie tappe dall’approvazione alla fase di chiusura”
Borsaitaliana sito web
- “L’acquisizione ostile (scalata)”, Okpedia sito web
- “Cosa si intende per fusioni e acquisizioni commerciali?”, studilegali sito web.
- ”Fusioni e acquisizioni, campanello d’allarme dalle offerte ostili”, financialounge sito web.
- “M&A: l’operazione di leveraged buy out e di merger leveraged buy out”, Forum iuris sito web.
- “Importanza delle sinergie nella valutazione di azienda”. Infovaluation sito web
- “L’appello al pubblico risparmio”, professione finanza sito web
- “CONSOB: OPA obbligatoria e corretta determinazione del prezzo di acquisto delle azioni”, diritto bancario sito web
- Edoardo Pistone, “OPA ostile e tecniche di difesa”, diritto bancario sito web
- “La passivity rule in Italia”, borsa italiana sito web
- “In caso di offerta pubblica di acquisto”, sito web CONSOB
- “OPA concorrente”, glossario finanziario, Borsa italiana sito web
- “L’offerta fuori sede”, Professione finanza sito web
- “Grado di concentrazione del mercato”, Okpedia sito web
- “Storia e cause delle ondate di fusioni”, M&C partners sito web
- Corrado Passera, “Il processo di concentrazione del sistema bancario”, voce enciclopedia Treccani, 2009
- Legge Amato, voce da wikipedia enciclopedia libera, sito web
- “Fusioni bancarie”, Cesare Geronzi sito web
- Press e Media, Comunicati stampa-Price sensitive, 2007, sito web Unicredit Intesa San Paolo sito web
- “Cariplo”, storia, Intesa San Paolo sito web

- Provvedimento n. 30 del 2 Dicembre 1999, “Banca Intesa S.p.A./Banca Commerciale Italiana S.p.A.”, Bancaditalia sito web.
- “Intesa San Paolo”, le origini, voce di Wikipedia sito web
- “Costo totale del credito”, COMPASS gruppo Mediobanca sito web
- “La fedeltà dei clienti dopo un’acquisizione o una fusione”, Euteco sito web
- “UBI Banca”, Wikipedia sito web
- “Piano industriale 2022”, Milano 17 Febbraio 2020, UBI Banca sito web
- “OPS Intesa San Paolo UBI Banca: periodo di adesione e concambio di azioni. Inizia il 6 Luglio”, borsainside sitoweb.

Articoli di giornale:

- Houston J.F., James C.M. e Ryngaert M.D., “Where do merger gains come from?” in *Journal of financial economics*, n. 60, 2001.
- Martin K.J. e McConnel J.J., “Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover”, in *Journal of finance*, n. 46 pp. 671-672, 1991.
- Diego Manzetti, “Misure difensive in caso di OPA: le modifiche introdotte dal decreto anticrisi”, *diritto.it sito web*
- Carlo Clericetti, “Parte il big bang delle banche ma la riforma è ancora a metà” *Affari & Finanza*, 24 Ottobre 2016.
- L. Miles T. Rouse, “Keeping customer first in merger integration”, *Bain and Company*, 3 Novembre 2011
- E. Fagnani, “UBI Banca, piano industriale il 17 Febbraio 2020”, *Soldionline sito web*
- L. Gialtieri, “Intesa lancia l’OPS su UBI”, 17 Febbraio 2020, *MF Milano Finanza sito web*
- Reuters staff, “Intesa San Paolo Lancia OPS su UBI, deal da 4,86 miliardi di euro”, 17 Febbraio 2020, *REUTERS sito web*
- “Parte l’offerta di Intesa San Paolo: sinergie e valore per gli azionisti superiori alle stime di UBI”, *Economia e Finanza, La Repubblica*, 6 luglio 2020
- “UBI dopo OPS Intesa patto Car vende 1,1 milioni di azioni e cala al 17,7%”, *Radiocor, Il Sole24Ore*
- Redazione di economia, “UBI Banca: “OPS Intesa ostile, è inaccettabile” Messina: no a rilanci”, *L’Economia, Il corriere della sera*, 20 Febbraio 2020
- Redazione di economia, “UBI, Massiah: “Offerta di Intesa non concordata. Il si non è scontato”, *L’Economia, Il corriere della sera*, 19 Febbraio 2020
- G. Marra M. Moretti, “La Material Adverse Change come rimedio contrattuale nelle operazioni di acquisizione in corso durante l’emergenza Covid-19”, *Diritto 24, Il Sole 24 ore*, 4 Maggio 2020
- “UBI-Intesa, sul tavolo CONSOB la richiesta di sospensione”, *Il Sole 24 ore*, 19 Maggio 2020

- C. Scozzari, “Guerra totale tra UBI e Intesa San Paolo sulla clausola collegata al corona virus che può far saltare l’offerta”, Business insider Italia, 20 Maggio 2020
- F.Massarò, “L’antitrust dice sì all’OPS di Intesa San Paolo su UBI: ma ceda oltre 500 sportelli”, L’Economia, Il Corriere della sera, 16 Luglio 2020.
- “Intesa San Paolo rilancia offerta su UBI”, Economia, AGI sito web, 17 Luglio 2020.
- Fontana, “UBI con il vento in poppa dopo rilancio Intesa, per gli analisti nuova OPAS irrinunciabile”, 24 Finanza, Il Sole 24 ore, 20 Luglio 2020.
- “L’OPS è stata prorogata di due giorni dalla CONSOB: chiude il 30 luglio e da modo all’azione UBI di recuperare terreno, rimettendo in gioco gli arbitraggisti. Intanto aumentano le adesioni e si rafforza il superamento di quota 50%”, La Repubblica, 28 Luglio 2020
- “OPAS Intesa su UBI, aderisce anche il Car: vicina quota 66%”, economia, Giornale di Brescia, 28 Luglio 2020.
- L. Davi “UBI diventa di Intesa San Paolo: le adesioni all’OPAS al 90,21%”, Il Sole 24 Ore, 30 Luglio 2020
- “UBI Banca: OPAS Intesa chiude oltre il 90%, adesioni al 90,2%”, Il Sole 24 ore, 30 Luglio 2020
- “UBI Massiah annuncia le dimissioni: “lascio la società questa sera””, Economia e Finanza, La Repubblica, 3 Agosto 2020.
- “UBI Banca, Gaetano Miccichè è il nuovo amministratore delegato: altro passo verso la fusione con Intesa San Paolo”, Il fatto quotidiano, 6 Agosto 2020
- “UBI, Massiah lascia con decorrenza immediata. CdA dimissionario. “Massima disciplina sui conti””, 24 Finanza, Il Sole 24 ore, 3 Agosto 2020
- S. Righi, “Credito, l’equilibrio da non perdere tra concorrenza e concentrazione”, L’Economia, Il Corriere della sera, 22 Giugno 2020.

Fonti normative:

- Art. 1, Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, D.Lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58
- Art. 30, Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, D.Lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58
- Art. 32, Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, D.Lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58
- Art. 100, Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, D.Lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58
- Art. 101 bis, Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, D.Lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58
- Art. 102, Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, D.Lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58
- Art. 103, Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, D.Lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58
- Art. 104, Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, D.Lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58
- Art. 104 *bis*, Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, D.Lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58
- Art. 104 *ter*, Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, D.Lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58
- Art. 105, Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, D.Lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58
- Art. 106, Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, D.Lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58
- Art. 111, Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, D.Lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58
- Art. 34ter, Regolamento Emittenti
- Art. 1336 cc

- Artt. 2368-2369 cc
- Art. 2501 cc
- Art. 2501 *ter* cc
- Art. 2501 *quarter* cc
- Art. 2501 *quinquies* cc
- Art. 2502 *bis* cc
- Art. 2503 cc
- Art. 2504 *bis* cc
- Art. 2505 *quarter* cc

Pubblicazioni e rapporti:

- F. Panetta, F. Schivardi e M. Shum, “Do mergers improve information? Evidence from the loan market”, Banca d’Italia, 2004.
- “Gli effetti informativi delle fusioni bancarie e il costo del credito”, Osservatorio su fusioni e aggregazioni tra gli intermediari finanziari, Rapporto FinMonitor n.3- Dicembre 2004 (Con contributo speciale su invito a cura di F. Panetta)
- “Comunicazione ai sensi dell’art. 102, comma 1, del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e dell’art. 37 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (“Comunicato”)”, Banca Intesa San Paolo, 17 Febbraio 2020.