

# Economia e Tecnica dei Mercati Finanziari

## Lezione 6

### Offerte Pubbliche di Acquisto

# Tre temi logicamente correlati

Le società che “aprono” il loro capitale ad una pluralità di investitori realizzano una **separazione tra proprietà e controllo**.

Nostro obiettivo è:

- riflettere sull'importanza della struttura proprietaria per gli investitori;
- indagare la *governance* dei conflitti di interesse tra i diversi *stakeholder* dell'impresa a seconda della struttura proprietaria;
- descrivere sommariamente le regole di funzionamento del **mercato del controllo societario**, in particolare le OPA e le attività che gli intermediari finanziari svolgono in tale contesto.

Questi temi sono affrontati in un ottica di analisi economica del diritto

# **STRUTTURA PROPRIETARIA**

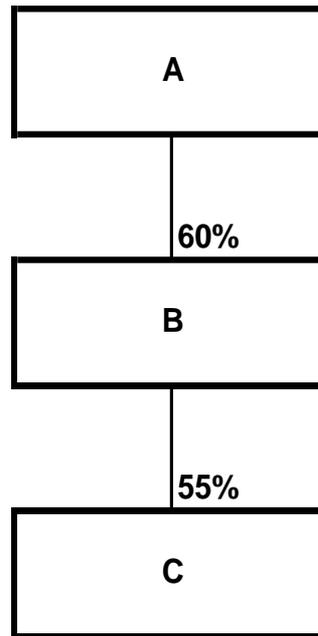
# Separazione proprietà e controllo / 1

Si ha separazione tra PROPRIETA' e CONTROLLO ogni volta che la percentuale di

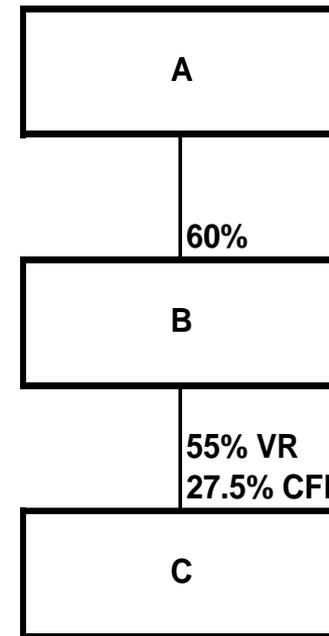
- *cash flow rights* (diritti di proprietà) differisce da
- *voting rights* (diritti di voto)

Un semplice esempio:

- Strutture Piramidali
- Azioni Prive del diritto di voto



CFR = 33%  
 VR = 55%  
 CFR/VR = 0,60



CFR = 17%  
 VR = 55%  
 CFR/VR = 0,30

La separazione tra proprietà e controllo può portare a tre “modelli” di struttura proprietaria:

- *fully dispersed* (società a la Berle & Means\* con azionariato completamente diffuso, quindi contendibili, e rilevante ruolo degli amministratori)
- *partially concentrated* (società con alcuni rilevanti azionisti, ma tuttavia contendibili → flottante > 50 %)
- *controlled* (società in cui un unico soggetto, o una coalizione di soggetti legata da un accordo vincolante detiene stabilmente > 50 % capitale votante)

\* Adolf Berle, Gardiner Means - *The Modern Corporation and Private Property* - 1932

# Control Enhancing Mechanisms (“CEMs”)

1. MULTIPLE VOTING RIGHTS SHARES Shares issued by a company giving different voting rights based on an investment of equal value.
2. NON-VOTING SHARES Shares with no voting rights and which carry no special cash-flow rights (such as a preferential dividend) to compensate for the absence of voting rights.
3. NON-VOTING PREFERENCE SHARES Non-voting stock issued with special cash-flow rights to compensate for the absence of voting rights.
4. PYRAMID STRUCTURE This situation occurs when an entity (an individual, a family or a company) controls a corporation, which in turn holds controlling stock in another corporation; this process can be repeated a number of times.
5. PRIORITY SHARES These shares grant their holders specific powers of decision or veto rights in a company, irrespective of the proportion of their equity stake.
6. DEPOSITORY CERTIFICATES A negotiable financial instrument issued by a foundation on a local stock exchange which represents the financial ownership of the shares, but lacks the voting rights of underlying shares.
7. VOTING RIGHT CEILINGS A restriction prohibiting shareholders from voting above a certain threshold irrespective of the number of voting shares they hold. Voting rights ceilings can be expressed as a percentage of all outstanding voting rights or as a percentage of all votes cast at a general meeting.
8. OWNERSHIP CEILINGS They prohibit potential investors from taking a participation in a company above a certain threshold.
9. SUPERMAJORITY PROVISIONS Company bylaws require a larger majority of shareholders than usual to approve important corporate changes.
10. GOLDEN SHARES Golden shares are used by national or local governments or government controlled vehicles to maintain control in privatized companies by granting themselves special rights that go beyond those associated with normal shareholding (their aim is to block takeovers, limit other shareholders' voting rights, and/or veto management decisions).
11. PARTNERSHIP LIMITED BY SHARES A particular company legal structure involving two different categories of partners (without having two types of shares): the general partners (unlimited liability partners who run the company and the limited sleeping partners (limited liability partners), who contribute equity capital but whose control rights are very limited.
12. CROSS-SHAREHOLDINGS This refers to a situation where company X holds a stake in company Y which, in turn, holds a stake in company X. The Study considers material cross-shareholdings, viz. above 5% of voting rights.
13. SHAREHOLDERS AGREEMENTS Formal and/or informal shareholders alliances.

# Struttura proprietaria delle società quotate / 1

Tab. 1.1 – Market capitalisation of Italian listed companies by industry  
(end of 2015)

	companies		capitalisation <sup>1</sup>			
	no.	%	mean	median	total	%
financial	54	23.1	3,718	585	200,813	38.5
industrial	128	54.7	1,487	180	190,362	36.5
services	52	22.2	2,509	203	130,503	25.0
<i>total</i>	<i>234</i>	<i>100.0</i>	<i>2,229</i>	<i>236</i>	<i>521,678</i>	<i>100.0</i>

Source: Borsa Italiana spa. Data on Italian companies with ordinary shares listed on Borsa Italiana spa - Mta Stock Exchange. Industry classification by Borsa Italiana spa. <sup>1</sup> Capitalisation of the ordinary shares of Italian listed companies (millions of euro).

# Struttura proprietaria delle società quotate / 2

Tab. 1.2 – Control model of Italian listed companies  
(end of the year)

	controlled companies						non-controlled companies						total	
	majority controlled <sup>1</sup>		weakly controlled <sup>2</sup>		controlled by a shareholders' agreement <sup>3</sup>		cooperative companies		widely held <sup>4</sup>		non-widely held <sup>5</sup>		no.	% market cap <sup>6</sup>
	no.	% market cap <sup>6</sup>	no.	% market cap <sup>6</sup>	no.	% market cap <sup>6</sup>	no.	% market cap <sup>6</sup>	no.	% market cap <sup>6</sup>	no.	% market cap <sup>6</sup>		
1998	122	31.2	33	21.8	28	8.3	10	3.1	10	24.1	13	11.5	216	100.0
2010	128	20.6	53	43.0	51	12.4	8	3.4	11	20.3	19	0.3	270	100.0
2011	123	22.3	55	45.8	48	12.0	8	3.2	8	16.4	18	0.3	260	100.0
2012	125	22.8	49	44.0	42	10.1	8	3.2	10	19.2	17	0.7	251	100.0
2013	122	24.1	48	40.1	38	10.4	8	3.3	10	21.6	18	0.5	244	100.0
2014	116	25.0	51	36.8	32	9.6	8	4.0	13	24.0	18	0.5	238	100.0
2015	115	28.1	52	34.8	30	6.0	7	3.2	15	27.3	15	0.6	234	100.0

Source: Consob. Data on Italian companies with ordinary shares listed on Borsa Italiana spa - Mta Stock Exchange. <sup>1</sup> Companies not controlled by a shareholders' agreement where a single shareholder owns more than half of the ordinary shares. <sup>2</sup> Companies neither controlled by a shareholders' agreement nor majority controlled, included in one of the following categories: *i*) a single shareholder holds at least 30% of the ordinary shares; *ii*) a single shareholder holds a stake *a*) at least equal to 20% of the ordinary shares and *b*) higher than half of the sum of the ordinary shares held by all the major shareholders (i.e. by shareholders with more than 2%). <sup>3</sup> Classified in one of the following categories: *i*) listed companies, not controlled by a single shareholder, on whose capital exists a shareholders' agreement regarding at least 20% of the ordinary shares; *ii*) listed companies controlled by an unlisted company, not controlled by a single shareholder, on whose capital exists a shareholders' agreement regarding the majority of the capital. <sup>4</sup> Companies neither controlled by a single shareholder (majority controlled and weakly controlled) nor by a shareholders' agreement with a free float higher than 70% of the ordinary shares. <sup>5</sup> Non-controlled companies not included in any of the previous models. <sup>6</sup> Market value of ordinary shares of companies in each group in percentage of the market capitalisation of ordinary shares of all listed companies.

# Struttura proprietaria delle società quotate / 3

**Tab. 1.3 – Ownership concentration in Italian listed companies**  
(end of the year)

	largest shareholder <sup>1</sup>		other major shareholders <sup>2</sup>		market <sup>3</sup>		controlling share <sup>4</sup>	
	simple mean	weighted mean <sup>5</sup>	simple mean	weighted mean <sup>5</sup>	simple mean	weighted mean <sup>5</sup>	simple mean	weighted mean <sup>5</sup>
1998	48.7	34.7	14.7	10.0	36.5	55.3	51.7	35.0
2010	46.2	34.0	17.7	13.5	36.1	52.5	49.6	34.6
2011	46.1	35.7	17.6	11.4	36.3	52.9	49.7	35.7
2012	46.8	34.8	16.9	9.4	36.4	55.8	49.6	34.4
2013	46.8	34.8	16.5	10.2	36.7	55.0	48.9	34.2
2014	46.0	34.5	16.5	9.2	37.5	56.3	48.0	33.3
2015	46.7	33.9	15.0	9.6	38.3	56.5	48.5	32.2

Source: Consob. Data on Italian companies with ordinary shares listed on Borsa Italiana spa – Mta Stock Exchange. Cooperatives are excluded.

<sup>1</sup> Means of the ordinary shares held by the largest shareholder of all Italian listed companies. <sup>2</sup> Means of the ordinary shares held by all major shareholders other than the largest. <sup>3</sup> Means of the ordinary shares not held by major shareholders (i.e. by shareholders with less than 2%).

<sup>4</sup> Means of the ordinary shares held by the largest shareholder in companies not controlled by a shareholders' agreement and held by the coalition in companies controlled by a shareholders' agreement. The controlling stake is assumed to be zero in widely held companies. <sup>5</sup> Weighted by the market value of ordinary shares.

# Struttura proprietaria delle società quotate / 4

Tab. 1.5 – Identity of the 'ultimate controlling agent' (UCA) in Italian listed companies by industry (end of 2015)

	financial			industrial			services			total		
	no.	weight <sup>1</sup>	% market cap <sup>2</sup>	no.	weight <sup>1</sup>	% market cap <sup>2</sup>	no.	weight <sup>1</sup>	% market cap <sup>2</sup>	no.	weight <sup>1</sup>	% market cap <sup>2</sup>
families	16	29.6	9.8	96	75.0	57.3	31	59.6	18.1	143	61.1	29.2
State and local authorities	1	1.9	4.6	6	4.7	32.7	12	23.1	66.8	19	8.1	30.4
financial institutions	3	5.6	0.9	5	3.9	1.4	2	3.8	0.1	10	4.3	0.9
mixed	6	11.1	6.4	5	3.9	3.1	3	5.8	0.2	14	6.0	3.6
no UCA	28	51.9	78.3	16	12.5	5.6	4	7.7	14.8	48	20.5	35.9

Source: Consob. Data on Italian companies with ordinary shares listed on Borsa Italiana spa - Mta Stock Exchange. Industry classification by Borsa Italiana spa. For the definition of UCA see Tab. 1.4. <sup>1</sup> Number of companies in each group in percentage of the total number of companies included in each industry. <sup>2</sup> Market value of ordinary shares of companies in each group in percentage of market capitalisation of ordinary shares of all companies included in each industry.

# Struttura proprietaria delle società quotate / 5

Tab. 1.6 – Shareholders' nationality in Italian listed companies  
(end of the year)

	at least one Italian shareholder				at least one foreign shareholder			
	no. of companies	weight <sup>1</sup>	mean stake <sup>2</sup>	weighted mean stake <sup>3</sup>	no. of companies	weight <sup>1</sup>	mean stake <sup>2</sup>	weighted mean stake <sup>3</sup>
<b>controlling shareholders<sup>4</sup></b>								
2010	218	80.7	48.5	31.4	23	8.5	37.3	1.1
2015	177	75.6	50.4	28.6	24	10.3	47.0	2.2
<b>non-controlling shareholders</b>								
2010	186	68.9	6.5	6.4	143	53.0	4.8	7.3
2015	148	63.2	6.6	5.6	125	53.4	5.8	5.9

Source: Consob. Data on Italian companies with ordinary shares listed on Borsa Italiana spa - Mta Stock Exchange. <sup>1</sup> Percentage of the total number of Italian listed companies. <sup>2</sup> Simple mean of stakes held by shareholders. <sup>3</sup> Weighted mean by the market value of ordinary shares held by shareholders. <sup>4</sup> In companies controlled by a shareholders' agreement each shareholder in the agreement is considered a controlling shareholder. The controlling stake is assumed to be zero in widely held companies.

# GOVERNANCE DEI CONFLITTI

## *Principal - Agent / 1*

I conflitti di interesse che sorgono all'interno di una società si possono inquadrare in un modello di relazione *principal / agent* in un contesto di asimmetria informativa. I conflitti assumono diversa configurazione e importanza a seconda della struttura proprietaria:

- conflitto tra azionisti di controllo (*agent*) e azionisti di minoranza (*principal*) → nel caso di società *controlled*
- conflitto tra azionisti (*principal*) e manager (*agent*) → nel caso di società con azionariato *fully dispersed*
- conflitto tra la società (*agent*) e le altre *constituencies* (creditori, dipendenti, fornitori) (*principal*)

# Principal - Agent / 2

**principal** → soggetto che ha delegato / affidato all' *agent* attività da cui dipende il proprio benessere / ricchezza

**agent** → assume la responsabilità delle attività affidategli dal *principal*, ma gode di maggiori informazioni. Ha un incentivo ad agire ad agire in maniera opportunistica, deviando dal comportamento promesso o abbassando la qualità del proprio impegno

**agency costs** → costi che il *principal* deve sopportare per il *monitoring* dell'attività dell'*agent*

**internal monitoring** → controllo sull'operato dell'*agent* affidato a un *gatekeeper* interno (sindaci, revisori ...)

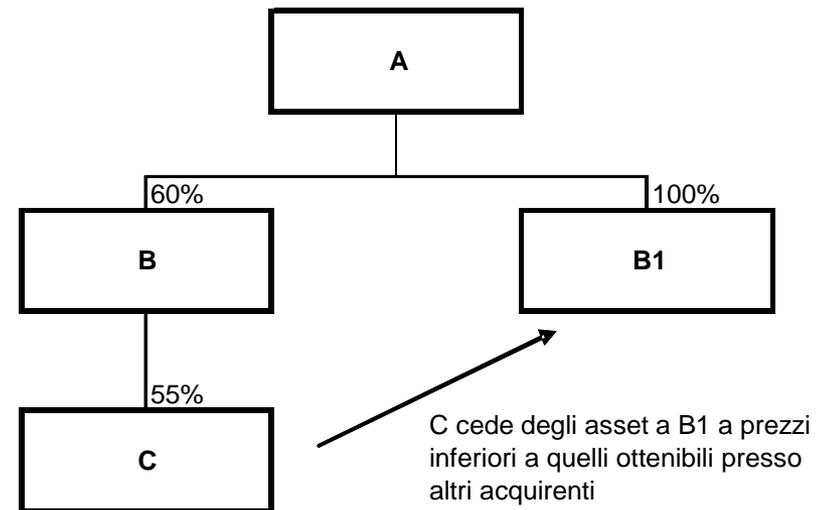
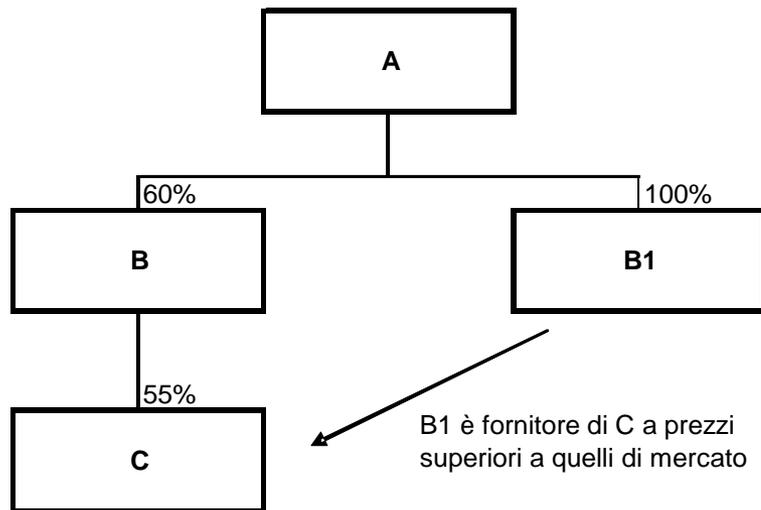
**external monitoring** → se la società è contendibile ed il mercato ne penalizza i corsi, un soggetto terzo la scalerà e sostituirà il management (impossibile *nelle controlled*)

	Azionista ( <i>principal</i> )	Manager ( <i>agent</i> )
Risk	Se ha un portafoglio ben diversificato è relativamente indifferente al rischio specifico della singola impresa	E' fortemente sensibile al rischio dell'impresa che gestisce, soprattutto nel caso di <i>stock option</i> che rappresentano una parte rilevante della sua ricchezza
Time horizon	Lungo. Anche se ceduti i titoli si valutano su una prospettiva di flussi di <i>cash flow</i>	Limitato alla suo orizzonte professionale (soprattutto se remunerazione legata a risultati)
Behaviour	Vuole un adeguato ritorno sul capitale	Aspirazione di condizione porta ad obiettivi di crescita più che di ritorno sul capitale

# Benefici Privati del Controllo / 1

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

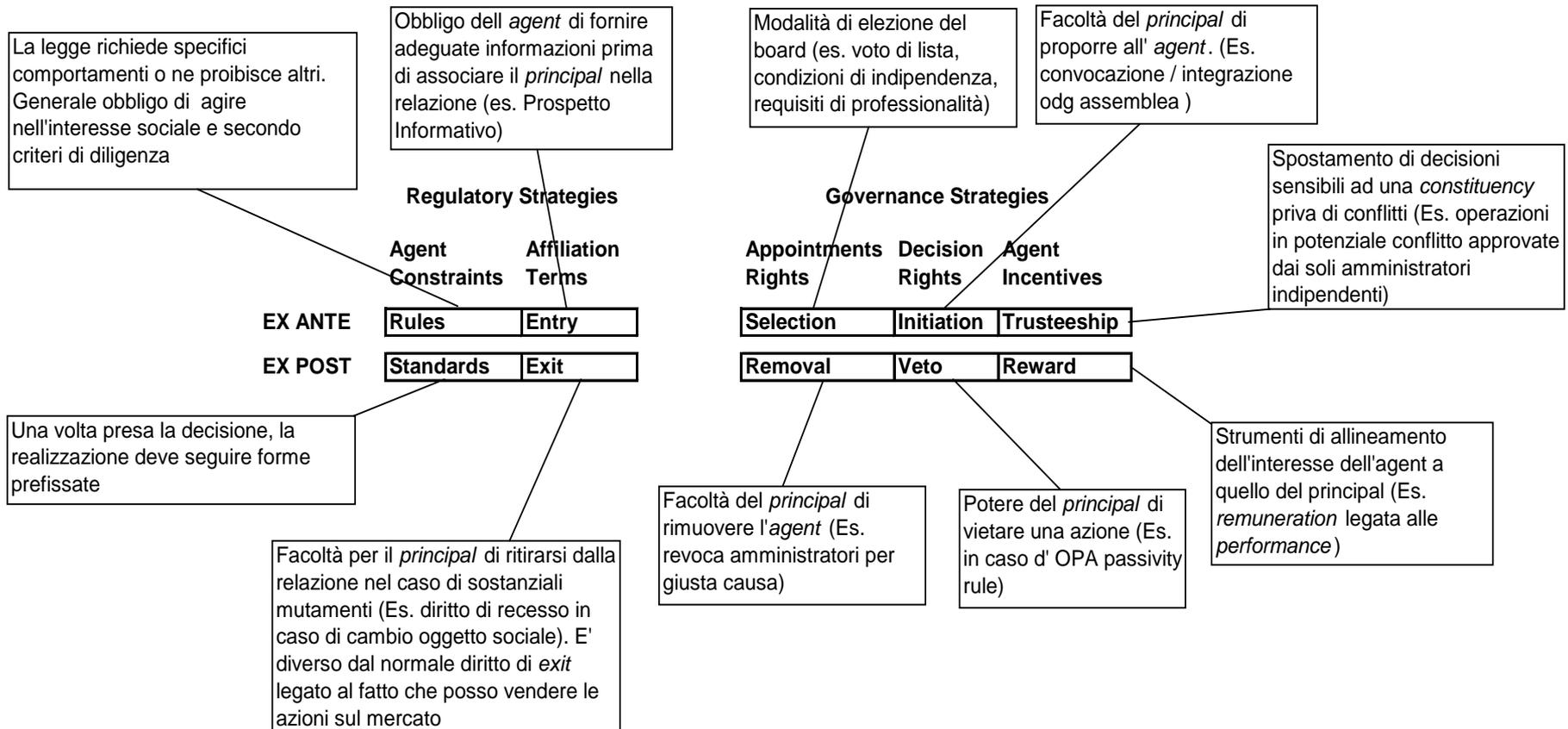
# Benefici Privati del Controllo / 2



Le transazioni con parti correlate sono quelle più critiche per quanto attiene all'estrazione di benefici privati del controllo. Per tale ragione esse sono sottoposte in tutti i mercati a particolari discipline informative e, talvolta, a specifici processi decisionali → [nuovo art. 2391bis codice civile](#) → attuazione a Consob

- Obblighi informativi e procedurali (in deroga alla disciplina codicistica «generale» della S.p.A.)
- Definizione di parte correlata e operazione con parte correlata → sostanzialmente IAS 24
- Due categorie di operazioni: di «maggiore» e «minore» rilevanza secondo parametri finanziari (es.: > 5 % controvalore operazione/patrimonio ...)
- Costituzione di un comitato di soli amministratori non esecutivi, non correlati, in maggioranza indipendenti
- Operazioni minori → parere non vincolante del comitato sull'interesse sociale, la convenienza e le condizioni
- Operazioni maggiori → coinvolgimento degli indipendenti nelle trattative, parere vincolante. Se il CdA vuole procedere ugualmente: *whitewash*. L'operazione è sottoposta al voto assembleare ove, oltre alle maggioranze del codice civile, deve essere approvata dalla maggioranza dei soci non correlati
- Deroghe per: operazioni ordinarie a condizioni standard, società neoquotate, operazioni urgenti, ...
- Società quotate controllate da quotata (gruppi piramidali): il CdA deve essere composto in maggioranza da indipendenti.

# Strategie di Protezione del *Principal*



Adattato da: "The Anatomy of Corporate Law" OUP 2004

# **OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO E SCAMBIO**

L'Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) può essere vista come l'operazione «inversa» di una IPO: invece che vendere titoli sul mercato, un offerente (bidder) acquista i titoli di una certa società emittente (target) dal mercato stesso.

Si noti che l'OPA è annunciata prima di essere effettuata, e il periodo di adesione all'offerta è breve: l'OPA non c'entra nulla con gli acquisti che il bidder può effettuare occasionalmente sul mercato.

Nel seguito ci occuperemo solo di OPA su azioni ordinarie.

Le OPA su azioni hanno un ruolo importante nei processi di acquisizione / riallocazione del controllo delle società quotate. In particolare di quelle «contendibili», ovvero prive di un azionista di controllo

Le *investment bank* svolgono in generale il ruolo di *advisor* dell'offerente e partecipano quindi attivamente ai processi del mercato del controllo societario.

# OPA e tutela degli investitori

- Importanza per il sistema economico del buon funzionamento del mercato del controllo societario
- **Due discipline logicamente distinte:**
  - regole per lo svolgimento delle offerte → presenti in ogni mercato ed in ogni giurisdizione
  - OPA obbligatoria → obbligo di offerta previsto dalla nel momento in cui ha luogo trasferimento del controllo, al fine di tutelare gli azionisti dai pregiudizi che possono derivare, consentendo l'*exit* → in Italia regolato dal TUIF in accordo con una Direttiva EU in materia
- *trade off* tra tutela degli azionisti e mobilità del controllo societario

PERCHE' SERVE UNA DISCIPLINA DELL'OPA / 1  
→ SOCIETA' CONTENDIBILE → SCALATA OSTILE  
IL FENOMENO DELLA “*PRESSURE TO TENDER*”



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

- Si ipotizzi una società (controllata al 50% da X), che abbia emesso 100 azioni, abbia un valore  $V = 625$ , capitalizzi in Borsa  $CM = 500$  e da cui X tragga benefici privati  $BP = 125$
- Il valore per X della sua quota è  $250 + 125 = 375$
- Y, che è capace di depredate meglio la società, e per cui  $BP = 175$ , propone a X di comprare le sue azioni per 385 (ciascuna a 7,7)
- Se la transazione ha luogo  $CM = 450$ , e, in assenza di strumenti protettivi, i soci di minoranza della società sono danneggiati
- Se esiste una disciplina OPA che impone a Y di acquisire le restanti azioni:
  - al medesimo prezzo di 7.7 l'esborso totale sarà 770
  - alla media tra mercato 5 e acquisto 7,7 = 6,35 l'esborso sarà  $385 + 317,5 = 702,5$In entrambi i casi l'operazione non si farà perché per Y non è più conveniente

- Supponiamo ora che un altro imprenditore **Z** sia in grado di gestire meglio di **X** la società e sia meno abile di quest'ultimo a trarne benefici privati del controllo. Tale che  $CM=620$ ,  $BP=100$  e, quindi  $V=720$
- Se non esiste disciplina OPA **Z** acquisterà da **X** le sue azioni a 7,7 per un totale di 385 ed il valore del suo investimento sarà  $620/2+100 = 410$
- Se esiste una disciplina OPA che obbliga **Z** a lanciare una offerta:
  - ← **PARITA' DI TRATTAMENTO**
  - al medesimo prezzo di 7.7 l'esborso totale sarà 770 ed egli non effettuerà l'operazione perché troppo onerosa
  - alla media tra mercato 5 e acquisto 7,7 =6,35 l'esborso sarà  $385+317,5 = 702,5$  che è inferiore a 720 e, quindi egli troverà comunque conveniente il *take over*.

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

# DEFINIZIONE DI OPA

corrispettivo: CASSA

corrispettivo: STRUMENTI FINANZIARI

- Art. 1 c. 1 lett. v) TUIF “offerta pubblica di **acquisto** o di **scambio**”: ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all’acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e
  - rivolti a un numero di soggetti superiore a [100]
  - di ammontare complessivo superiore a [2.5 MLN/€]

- [102 TUIF] Alla decisione (OPA volontarie) o sorgere dell'obbligo (OPA obbligatoria):
  - senza indugio **COMUNICAZIONE** a CONSOB e mercato
  - entro 20 giorni filing a CONSOB del **DOCUMENTO DI OFFERTA**
  - entro 15 giorni CONSOB approva, salvo che sia necessaria autorizzazione di altre autorità
- [37 RE] La **COMUNICAZIONE** indica:
  - gli elementi essenziali dell'offerta (soggetto offerente, prezzo, quantità, presumibile data di inizio)
  - finalità dell'operazione
  - garanzie e modalità di finanziamento previste
  - eventuali condizioni
  - partecipazioni detenute o acquistabili dall'offerente o agenti in concerto
  - nominativi consulenti

## Art. 104 TUIF: Facoltà delle società di inserire negli statuti:

1. *passivity rule*: senza autorizzazione assembleare le società italiane quotate i cui titoli sono oggetto dell'offerta si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. La mera ricerca di altre offerte non costituisce atto od operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta ;
2. autorizzazione assembleare per l'attuazione di ogni decisione presa prima del lancio dell'OPA che non sia ancora stata attuata in tutto o in parte, che non rientri nel corso normale delle attività della società e la cui attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta

Regola di **corporate governance**: sposta la competenza degli atti sui soci, nel presupposto giuridico che gli amministratori abbiano dei conflitti di interesse e che i soci siano in grado di valutare correttamente l'offerta

# Documento di Offerta

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

DICHIARAZIONE DI RESPONSABILITA'

# Offerte Concorrenti

- Esigenza di consentire una sorta di asta (tra più offerenti), ma limitando il tempo
- Offerte concorrenti e rilanci:
  - ✓ effetto: revocabilità delle adesioni
  - ✓ pubblicate /effettuati entro 5 giorni dal termine dell'offerta precedente e comunque entro 50gg dalla prima
  - ✓ durate delle offerte allineata all'ultima
  - ✓ Nei 5 giorni successivi alla pubblicazione dei risultati dell'offerta vincente possono essere conferiti ad essa gli strumenti finanziari apportati alle altre offerte

# Comunicato dell'Emittente

Il CDA della *target* deve esprimersi circa l'offerta rendendo noti:

- a) ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e una valutazione motivata
- b) l'eventuale decisione di convocare assemblee ai sensi dell'articolo 104
- c) informazioni aggiornate sul possesso diretto o indiretto di azioni della società da parte dell'emittente o dei componenti dell'organo amministrativo e del consiglio di sorveglianza, anche in società controllate o controllanti, nonché sui patti parasociali di cui all'articolo 122 del Testo unico aventi ad oggetto azioni dell'emittente;
- d) fornisce informazioni aggiornate sui compensi percepiti, a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma, dai componenti degli organi di amministrazione e controllo e dai direttori generali dell'emittente, ovvero deliberati a loro favore;
- e) fornisce informazioni sui fatti di rilievo non indicati nell'ultimo bilancio o nell'ultima situazione infrannuale pubblicata;
- f) fornisce informazioni sull'andamento recente e le prospettive dell'emittente, ove non riportate nel documento d'offerta.

- [123 TUIF] Nelle società quotate, gli azionisti che intendano aderire ad una Offerta Pubblica di Acquisto o di Scambio [promossa ai sensi degli articoli 106 o 107] possono recedere senza preavviso dai patti parasociali.

Strumento potente di incremento della mobilità del controllo societario.

# Il prezzo dell' OPA obbligatoria italiana

- **AMBITO DI APPLICAZIONE:** società italiane con titoli (strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria) ammessi a negoziazione in un mercato regolamentato italiano
- **PREZZO:** il prezzo più alto pagato per l'acquisizione della quota di controllo. Facoltà della Consob di indicare un prezzo diverso in casi speciali (manipolazione di mercato, indizi di corrispettivi alternativi ...)
- **SANZIONE PER INADEMPIMENTO:** divieto esercizio del diritto di voto e obbligo alienazione entro 12 mesi

- **TIPOLOGIE DI OPA OBBLIGATORIA:**
  - **SUCCESSIVA TOTALITARIA:** [106 c. 1]
  - **PREVENTIVA TOTALITARIA** [106 c. 4]
  - **INCREMENTALE DEL CONTROLLO DI FATTO** [106 c.3]
  - **PREVENTIVA PARZIALE** [107]
  - **OBBLIGO DI ACQUISTO** (c.d. *sell out*) [108]
  - **DIRITTO DI ACQUISTO** (c.d. *squeeze out*) [111]

# Tipologie di OPA / 2

## SUCCESSIVA TOTALITARIA

- Tipicamente si effettua successivamente all'acquisto a trattativa privata di una società controllata → finalità (i) diritto all'exit e (ii) parità di trattamento dei minoritari
- “chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione [azioni che attribuiscono diritti di voto nella nomina o revoca amministratori] superiore al 30 %, promuove un'OPA sulla totalità dei titoli ammessi a negoziazione”

## PREVENTIVA TOTALITARIA

- Tipicamente si effettua su una società contendibile. Poiché è già sul 100 % dei titoli, esime dalla successiva totalitaria anche se viene superata la soglia del 30 % → finalità acquisizione del controllo a parità di trattamento di tutti i soci

# Tipologie di OPA / 3

## PREVENTIVA PARZIALE

- Tipicamente per acquisire il controllo di una società contendibile limitando l'esborso. Infatti esime dalla successiva obbligatoria se il target minimo è il 60 %, purché:
  - ✓ l'offerente non abbia acquistato più dell'1% nei 12 mesi precedenti
  - ✓ la maggioranza dei soci (escluso l'offerente e il socio di maggioranza se detiene più del 10%) approvi
  - ✓ la CONSOB accordi l'esenzione, verificati i presupposti
- Finalità: accrescere la mobilità del controllo, limitando il diritto all'exit, solo se l'operazione è gradita agli azionisti della target

## INCREMENTALE DEL CONTROLLO DI FATTO

- Chi possiede più del 30 % ma meno del 50 % è obbligato ad una OPA totalitaria se incrementare la propria quota per più del [5%] l'anno
- <sup>37</sup> Finalità: *exit* dei minoritari all'accrescersi del grado di controllo

# Tipologie di OPA / 5

## *SELL OUT*

- Se l'offerente raggiunge il 90 % deve offrire a tutti i soci l'exit
- Tipicamente utilizzata in caso di *delisting*
- Finalità: garantire l'*exit* a chi non ha aderito ad una precedente OPA (sperando non avesse successo) e ora è "ingabbiato" in una società ipercontrollata e con flottante ridotto
- Il prezzo può essere deciso dalla Consob

## *SQUEEZE OUT*

- Se l'offerente ha raggiunto il 95 % dei titoli, può acquistare forzatamente dagli altri soci le rimanenti azioni giungendo al 100 %
- Tipico strumento per il *delisting*
- Molto forte: "espropriazione" legalizzata ?
- Finalità consentire al socio di controllo di non dovere avere minoritari in una società che si chiude al mercato del capitale di rischio

## Lecture obbligatorie

M. Fumagalli - Appunti in tema di mercato del controllo societario ed OPA - 2016

## Lecture suggerite:

The Anatomy of Corporate Law – Oxford University Press- 2004 (Capitolo 7)

## Riferimenti Normativi:

Testo Unico della Finanza (D.Lgs. 58/1998) -

[http://www.consob.it/documenti/Regolamentazione/normativa/dlgs58\\_1998.pdf](http://www.consob.it/documenti/Regolamentazione/normativa/dlgs58_1998.pdf)

Regolamento Consob Emittenti (11971/99) -

<http://www.consob.it/documenti/Regolamentazione/normativa/regemit.pdf>