

# APPUNTI IN TEMA DI MERCATO DEL CONTROLLO SOCIETARIO ED OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO

Ad uso del Corso di Economia e Tecnica dei Mercati Finanziari - M. Fumagalli 2016

## Sommario

<b>1. Mercato del Controllo Societario e organizzazione della Società per Azioni .....</b>	<b>2</b>
1.1. Separazione tra proprietà e controllo .....	3
1.2. Benefici privati del controllo .....	4
1.3. Il modello <i>principal / agent</i> applicato alle società per azioni.....	6
1.3.1. Nelle società aperte controllate .....	7
1.3.2. Nelle società aperte ad azionariato diffuso.....	10
<b>2. OPA e mercato del controllo societario .....</b>	<b>11</b>
2.1. Offerte Volontarie su società aperte ad azionariato diffuso .....	12
2.2. Offerte Obbligatorie .....	13
<b>3. Cenni sulla disciplina italiana dell' Offerta Pubblica .....</b>	<b>15</b>
3.1. Aspetti Procedurali .....	16
3.1.1. La definizione di OPA.....	16
3.1.2. Il Procedimento ed il ruolo della Consob .....	16
3.1.3. Il Comunicato dell'Emittente.....	17
3.1.4. La Passivity Rule.....	17
3.1.5. Offerte Concorrenti e "rilanci" .....	18
3.1.6. Il diritto di recesso dai patti parasociali.....	18
3.2. Le diverse tipologie di OPA.....	19
3.2.1. La preventiva totalitaria volontaria .....	19
3.2.2. La preventiva parziale.....	19
3.2.3. La successiva obbligatoria .....	19
3.2.4. L'incrementale del controllo di fatto.....	20
3.2.5. <i>Sell Out</i> e <i>Squeeze Out</i> .....	20
<b>4. Il ruolo degli intermediari nella OPA.....</b>	<b>21</b>

Con OPA (“Offerta Pubblica di Acquisto”) si intende l’operazione di mercato attraverso la quale un soggetto (l’ “Offerente” o il “Bidder”) propone di acquistare una certa quantità di strumenti finanziari (azioni o altri), in genere quotati, ad un determinato prezzo.

L’acquisto avviene con modalità completamente diverse dalla normale negoziazione sui mercati, in quanto (i) il “bidder” annuncia pubblicamente l’intenzione di procedere all’OPA, (ii) offre il medesimo prezzo a tutti coloro che intendono aderire, (iii) è sottoposto a rigorose e complesse regole di comportamento e di trasparenza riguardo alle modalità di svolgimento dell’Offerta ed alle sue intenzioni future, (iv) il regolamento (*settlement*) avviene in genere in un’unica data al termine del periodo di adesione all’offerta, che ha una durata relativamente breve (alcune settimane).

Il corrispettivo dell’ OPA può essere denaro, ma anche altri strumenti finanziari (in tal caso si parla di OPSc Offerta Pubblica di Scambio) o un mix di cassa e “carta” (in tal caso si parla di OPASc Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio).

In un certo senso l’ OPA è una operazione di mercato “inversa” rispetto ad un collocamento o ad una IPO: invece che richiedere risorse al mercato si “ritirano” gli strumenti finanziari pagando un “corrispettivo” per ciascuno strumento finanziario.

Benché si parli di OPA con riguardo anche a strumenti finanziari diversi dalle azioni (obbligazioni, fondi, ...) particolare rilevanza hanno le operazioni di OPA su azioni con diritto di voto, in quanto possono rappresentare modalità di trasferimento del controllo nell’ambito del mercato di controllo societario.

## **1. Mercato del Controllo Societario e organizzazione della Società per Azioni**

Come noto, con la nozione di “controllo” si intende l’esercizio da parte di un soggetto economico della capacità di determinare le scelte gestionali di una azienda, concetto che nelle società per azioni si concretizza nella capacità di eleggere la maggioranza dei membri del Consiglio di Amministrazione.

La nozione ha rilevanza giuridica complessa con riferimento a tematiche tra di loro molto diverse (la disciplina dei Gruppi Societari, gli aspetti contabili relativi ai bilanci consolidati, le discipline *antitrust* o di vigilanza settoriale...).

Per quello che qui rileva, ci si riferirà in particolare all’aspetto della struttura proprietaria delle società: poiché l’elezione del C.d.A. avviene (in generale) da parte dell’assemblea degli azionisti, ciò che determina o meno il controllo è la struttura dell’azionariato.

Quando una società è integralmente controllata da un singolo soggetto economico, questo non solo esercita il controllo, ma l’intero risultato economico dell’attività è a lui riferibile. Quando invece la società è “aperta”, ovvero una pluralità di soggetti ne detengono il capitale, si possono verificare le tre seguenti situazioni:

Tipologia Società «aperta»	Caratteristiche	Flottante	Contendibili
CONTROLLATE	esiste un socio di controllo che detiene il <u>controllo di diritto</u> (>50% del capitale votante)	< 50%	NO
INTERMEDIE	esistono uno o più soci (coalizione) che esercitano un <u>controllo di fatto</u> sull'assemblea senza detenere il controllo di diritto	> 50%	?
PUBLIC COMPANIES	non esistono singoli soci in grado di esercitare una influenza sull'assemblea della società	~ 100 %	SI

In tutti questi casi vi è una separazione tra proprietà e controllo.

## 1.1. Separazione tra proprietà e controllo

Il concetto di separazione tra proprietà e controllo è alla radice del funzionamento dei mercati finanziari azionari e, più in generale, della stessa “società per azioni”. E’ infatti tramite l’apertura del capitale che un singolo soggetto economico può, mantenendo la direzione dell’impresa, aggregare risorse da diversi investitori, i quali, differenziano i propri rischi con una pluralità di partecipazioni in attività diverse.

Possiamo, da un punto di vista economico, identificare separazione tra proprietà e controllo ogni volta che, in capo ad un soggetto vi è una divergenza tra diritto di proprietà (*cash flow rights*, ovvero diritti a godere dei profitti dell’impresa) e *voting rights* (ovvero diritti di voto nell’assemblea per l’elezione del C.d.A.).

In un sistema di voto maggioritario è quindi evidente che un soggetto che detenga più del 50 % dei diritti di voto nell’assemblea eserciti il controllo, ma abbia un interesse nei risultati dell’impresa pari alla percentuale di capitale.

Per accrescere il grado di separazione tra proprietà e controllo si possono utilizzare diversi strumenti (CEMs *Control Enhancing Mechanisms*) giuridici o tecnici (di fatto): azioni a voto multiplo, azioni prive del diritto di voto, strutture piramidali,... Si consideri il seguente esempio rappresentato graficamente in Figura 1.

Al tempo  $t=0$ , il soggetto A controlla la società B con il 60% del capitale, la quale, a sua volta, controlla C con il 55%. Si tratta di una “struttura piramidale” con la quale A esercita in C il 55% dei diritti di voto (controllo di diritto) a fronte di un interesse economico pari al 33% ( $0,60 \cdot 0,55$ ). Infatti per ogni unità monetaria di risultato di C, A ne riceverà (idealmente tramite dividendi) 0,33.

Il rapporto tra *cash flow rights* e *voting rights* è pari a 0,60.

Se C emette delle nuove azioni, identiche nei diritti economici a quelle in circolazione, ma prive del diritto di voto, che vengono integralmente sottoscritte da investitori terzi, l'interessenza economica di A in C si dimezza e scende al 16,5 % ( $0,60 \cdot 0,275$ ). Il rapporto tra *cash flow rights* e *voting rights* passa dallo 0,60 allo 0,30. Si tratta evidentemente di un incremento del grado di separazione tra proprietà e controllo

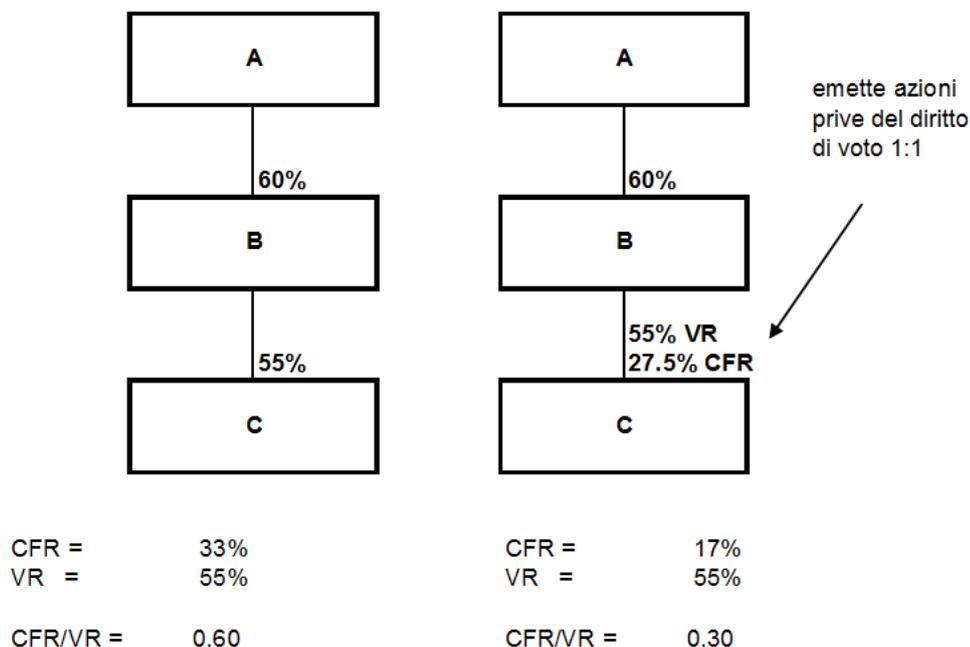


Figura 1

## 1.2. Benefici privati del controllo

In tutte le situazioni nelle quali un soggetto economico detiene il controllo di una impresa senza essere responsabile della totalità dei *cash flow rights* si pone il problema della "correttezza" della sua gestione nei confronti degli altri soci. In altri termini sorge un problema di possibili conflitti di interesse tra socio di controllo e soci di minoranza.

In letteratura tale conflitto è spesso visto come il rischio che il socio di controllo "estragga" dalla società dei benefici privati. Si parla quindi di "benefici privati del controllo" quale 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.

Tali benefici possono essere di tipo (i) pecuniario (dissipativi) o non pecuniari (sinergie con proprie attività, prestigio...).

Si riprenda l'esempio precedente e si ipotizzi che il soggetto A (che controlla C attraverso B) detenga integralmente un'altra attività economica B1. Per maggiore comprensibilità si ipotizzi che B1 sia una cartiera e C una società editoriale che produce quotidiani e periodici.

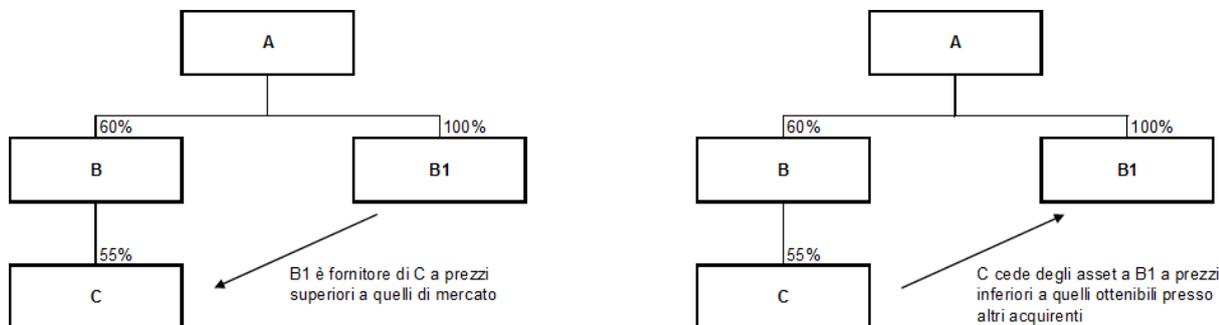


Figura 2

Orbene, C si potrà rifornire di carta presso diversi fornitori, tuttavia se A (che, si rammenti, ha nominato il C.d.A. di C) "istruisce" C ad acquistare la carta da B1, può darsi che ciò avvenga ad un prezzo superiore a quello che un altro fornitore terzo potrebbe praticare a parità di qualità del prodotto.

E' evidente che ogni unità monetaria di maggior costo che C sopporta si riverbera in capo ad A per il 33 %, mentre il maggior ricavo di B1 si riverbera al 100 %. E' quindi facile per A "arricchirsi" facendo fornire da B1 la carta a C ad un prezzo superiore a quello di mercato. Tale fenomeno, evidentemente, non si verificherebbe se A controllasse al 100 % tutte le società in discussione.

E' importante notare che questo "trasferimento" di ricchezza, questa "estrazione di benefici privati" può avvenire sia con rapporti continuativi tipici dell'attività caratteristica<sup>1</sup> (come nel nostro esempio un rapporto di fornitura) sia con transazioni di tipo straordinario.

Nel riquadro destro della Figura 2 si ipotizza una relazione di questo tipo: C cede un proprio *asset* (un immobile, una partecipazione,...) a B1 ad un prezzo inferiore a quello ottenibile presso terzi. Anche in questa ipotesi A gode del 100 % del maggior valore e sopporta solo il 33% del "maleficio" in capo a C.

Preme sottolineare due elementi:

- Le transazioni ipotizzate negli esempi tra C e B1 sono transazioni tra **parti correlate**. Nelle società quotate su mercati regolamentati esse sono sottoposte ad una complessa disciplina dettata dalla Consob<sup>2</sup> in base all' Art. 2391bis del codice civile<sup>3</sup>. Tale disciplina mira a (i) coinvolgere nelle decisioni relative membri del Consiglio di Amministrazione (della società quotata) indipendenti,

<sup>1</sup> Talvolta indicati anche nella letteratura come *tunneling*.

<sup>2</sup> Cfr. Regolamento Consob 17221 del 12 marzo 2010.

<sup>3</sup> Art. 2391 cod.civ.: "Gli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio adottano, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e li rendono noti nella relazione sulla gestione; a tali fini possono farsi assistere da esperti indipendenti, in ragione della natura, del valore o delle caratteristiche dell'operazione. I principi di cui al primo comma si applicano alle operazioni realizzate direttamente o per il tramite di società controllate e disciplinano le operazioni stesse in termini di competenza decisionale, di motivazione e di documentazione. L'organo di controllo vigila sull'osservanza delle regole adottate ai sensi del primo comma e ne riferisce nella relazione all'assemblea."

ovvero privi di legami con A e (ii) garantire un'alta trasparenza delle condizioni al fine di consentire agli investitori di valutare precisamente l'operazione stessa;

- Non necessariamente le transazioni descritte configurano un illecito. Se le condizioni economiche sono corrette (*arm's length*) esse sono del tutto legittime. Tuttavia la disciplina a cui abbiamo accennato, in alcune situazioni impone il consenso (*whitewash*) degli azionisti di minoranza (della quotata), di fatto, "depotenziando", ponendo dei limiti all'esercizio del controllo da parte del socio maggioritario.

Ci si può domandare se il valore sul mercato di una società, come C, ove vi sia il rischio (o la certezza) di estrazione di benefici privati del controllo sia diverso da quello di una società priva di tale rischio.

La domanda non è oziosa e può essere posta in maniera ancora più diretta: perché nelle valutazioni di azienda si parla sempre di "premio per il controllo" o di "sconto di minoranza"? Sotto altro profilo: perché le azioni prive del diritto di voto dovrebbero valere di meno di quelle con diritto di voto se danno diritto ai medesimi diritti economici (dividendo e *capital gain*)?

In verità il mercato "sconta" l'estrazione di benefici privati del controllo. Sotto un profilo teorico possiamo quindi scrivere che se il valore del capitale economico di una società è V e la sua capitalizzazione di mercato è  $CM < V$ , la differenza è rappresentata dal valore (attualizzato) dei benefici privati del controllo che il soggetto controllante estrae (estrarrà) a suo esclusivo favore.

$$V = CM + BP$$

Infine merita far notare che si possono ipotizzare estrazioni di benefici privati del controllo anche da parte di manager in società ad azionariato completamente diffuso. In questi casi, il "controllo" non è tanto quello relativo alla capacità di determinare il voto dell'assemblea ordinaria, ma quello "operativo" delle quotidiane scelte gestionali. Tali benefici sono più frequentemente di tipo non pecuniario (viaggi ingiustificati a spese della società, benefici in caso di licenziamento (*golden parachute*), spese di rappresentanza eccessive...), ma di prestigio.

### 1.3. Il modello *principal / agent* applicato alle società per azioni

Nell'analisi economica del diritto vengono spesso utilizzati per analizzare i fenomeni in discussione modelli derivati dalla teoria *principal/agent*. Si tratta di modelli nati negli anni '70 in contesti multidisciplinari a cavallo tra teoria economica e scienza politica.

In estrema sintesi essi si occupano di descrivere l'interazione tra un soggetto (*principal*) che "delega" scelte relative al proprio benessere (*welfare*) ad un altro soggetto terzo (*agent*) in un regime di asimmetria informativa<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Nella ampissima bibliografia sul tema si segnala: Michael Jensen, William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, 1976, pp. 305-360; Mitnick, Barry M., *Origin of the Theory of Agency: An Account By One of the Theory's Originators* (March 25, 2013). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1020378>.

Il modello analizza quindi il comportamento di entrambi gli attori, identificando le condizioni sotto le quali è possibile ridurre o evitare comportamenti opportunistici (*moral hazard*) da parte dell'agente e minimizzare i costi di monitoraggio (*monitoring*) da parte del *principal* sul comportamento del delegato.

Il modello è spesso applicato anche alle società per azioni al fine di interpretare e discutere le relazioni ed i possibili conflitti tra:

- a. socio di maggioranza e soci di minoranza (in società controllate);
- b. amministratori e soci (in società ad azionariato diffuso);
- c. Creditori ed altre *constituencies* ed azionisti.

Nel seguito ci occuperemo in particolare dei conflitti di cui ai punti a. e b., previa una più precisa definizione dei seguenti riferimenti:

- *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 in maniera opportunistica, deviando dal comportamento promesso o abbassando la qualità del proprio impegno;
- *agency costs* → costi che il *principal* deve sopportare per controllare (*monitoring*) dell'attività dell'*agent*;
- *internal monitoring* → controllo sull'operato dell'*agent* affidato a un soggetto (*gatekeeper*) interno alla società (sindaci, revisori ...)
- *external monitoring* → forma indiretta di *monitoring* che si verifica nelle sole società contendibili: se gli investitori sfiduciati dai comportamenti dell'*agent* (amministratori) escono dall'investimento vendendo i titoli, il prezzo di questi ultimi si abbassa e, ad un certo livello, un soggetto terzo "scalerà" la società (ovvero ne acquisterà azioni sufficienti ad esercitare il controllo) e sostituirà gli *agent* (amministratori).

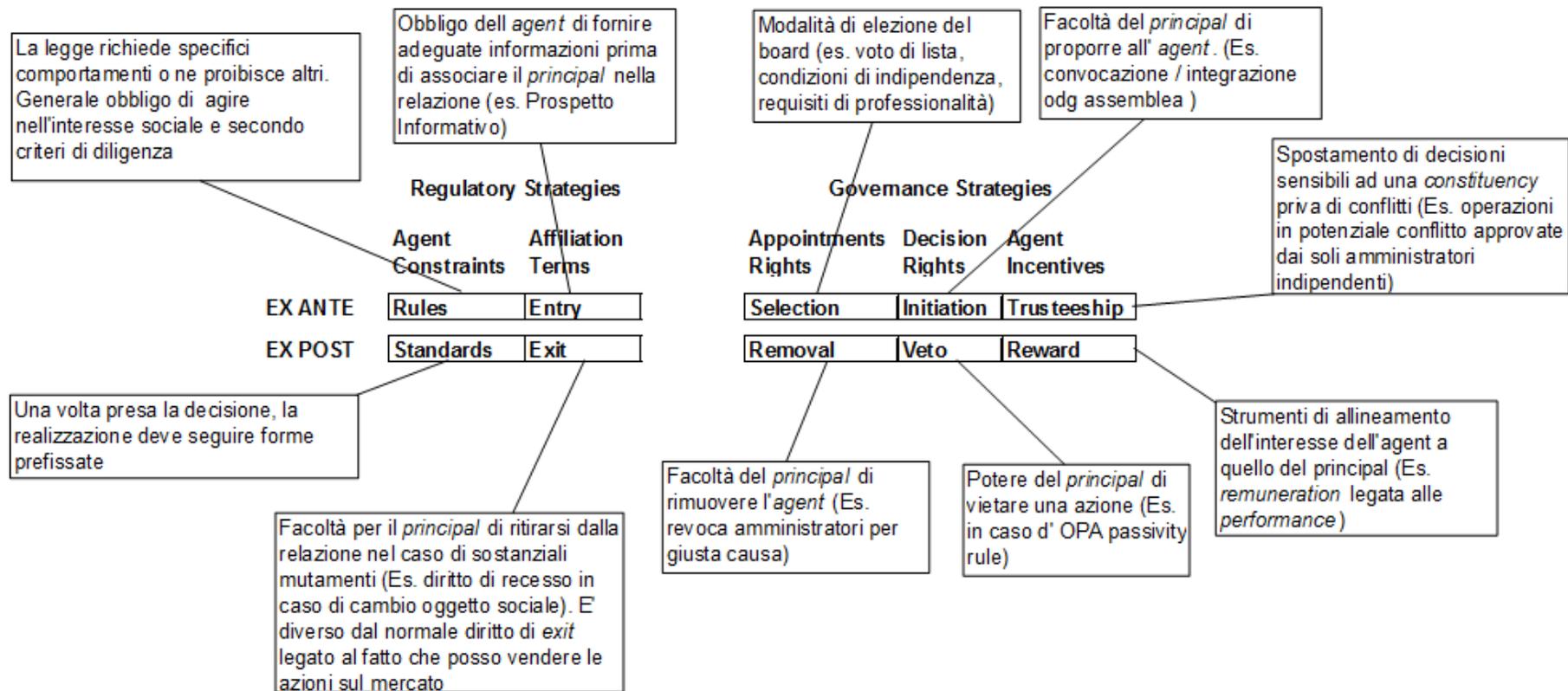
### 1.3.1. Nelle società aperte controllate

Già abbiamo visto che il socio di maggioranza può avere interesse a tentare di estrarre a proprio vantaggio dei benefici privati. I soci di minoranza debbono quindi vigilare sul comportamento degli amministratori (espressione del socio di controllo) per evitare che l'estrazione abbia luogo.

Tale vigilanza può essere (i) diretta (ma è costosa, richiede competenze, tempo e risorse e, quindi, è tipica solo di investitori professionali), (ii) affidata in parte ad organi interni alla società (si pensi al Collegio Sindacale nella S.p.A. italiana o alla disciplina sulle operazioni con parti correlate a cui si è accennato) o (iii) ad organi esterni (si pensi al ruolo della Consob, o, più in generale delle autorità di vigilanza).

Da un punto di vista più generale di analisi economica del diritto, si può sostenere che uno dei temi centrali dell'organizzazione del governo (*corporate governance*) delle società per azioni (leggi e/o regole endosocietarie, cioè statuti) è mirata a gestire i conflitti che nascono tra azionisti di minoranza e azionisti di maggioranza e amministratori da loro nominati.

La tavola seguente illustra alcune delle possibili strategie, divise tra quelle che prevedono interventi ex ante (cioè prima che venga presa la decisione gestionale potenzialmente critica) e ex post.



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

Nell'elenco si identificano alcuni

### 1.3.2. Nelle società aperte ad azionariato diffuso

In queste società (tipo *public companies*) la gestione dei conflitti deve avvenire tra azionisti (in generale, non essendoci un azionista di maggioranza o di controllo) e *managers* ( o membri del Consiglio di amministrazione).

Le due constituencies possono avere interessi diversi e divergenti con riguardo a diversi profili. La tabella seguente prova ad identificarne alcuni, senza pretesa esaustiva.

	Azionista ( <i>principal</i> )	Director ( <i>agent</i> )
Approccio al rischio	Se ha un portafoglio ben diversificato è relativamente indifferente al rischio specifico della singola impresa	È fortemente sensibile al rischio dell'impresa che gestisce, soprattutto nel caso di <i>stock option</i> che rappresentano una parte rilevante della sua ricchezza
Orizzonte temporale	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)
Obiettivo personale	Vuole un adeguato ritorno sul capitale in forma di dividendi e <i>capital gain</i>	Aspirazione di condizione porta spesso ad obiettivi di crescita dimensionale più che di ritorno sul capitale

Nei modelli anglosassoni sono gli amministratori in carica che, con modalità di tipo "cooptativo" propongono i nomi dei nuovi amministratori ai soci e, raccogliendo deleghe da parte di questi ultimi (*proxy solicitation*) giungono ad ottenere il consenso dell'assemblea sulle loro proposte.

L'aspetto critico di queste società risiede infatti nella mancanza di coordinamento tra i soci, i quali, proprio per via della dispersione dell'azionariato faticano, anche se concordi su una linea di gestione diversa da quella degli attuali amministratori, a trovare modalità per unire la loro voce. Anche perché, lo si ribadisce, l'analisi del comportamento degli amministratori comporta dei costi (*agency costs*) e, a maggior ragione, l'organizzazione del coordinamento, così che, se un singolo azionista ha una limitata esposizione su quel titolo è portato ad una "apatia razionale".

Come già accennato, tuttavia, in queste società dovrebbe verificarsi un'ulteriore e diversa forma di monitoraggio "esterno". Se molti investitori vendono i titoli perché insoddisfatti della gestione e del comportamento degli amministratori, la capitalizzazione della società diminuisce e, ad un certo punto, essa desterà l'interesse di un acquirente il quale tenterà di acquisirne il controllo.

## 2. OPA e mercato del controllo societario

Con mercato del controllo societario si intende l'insieme di regole e istituzioni che presiedono al trasferimento del controllo di imprese sotto forma di società per azioni aperte.

Anche il trasferimento del controllo è una operazione nella quale i conflitti tra i vari *stakeholder* della Società per azioni necessitano di essere regolati al fine di ottenere un ottimo sociale, che sia da un lato rispettoso dei diritti di proprietà privata di ciascun socio dall'altro favorisca una allocazione efficiente dei diritti di proprietà verso i soggetti che per risorse finanziarie e spirito imprenditoriale siamo nella migliore condizione di gestire l'impresa.

Merita far notare che, nonostante la breve analisi che segue affronti il tema solo dal punto di vista delle società quotate, anche nelle S.p.A. aperte non quotate l'ordinamento si preoccupa di porre alcuni limiti alla libertà d'azione dei soggetti economici e di tutelare i contraenti deboli del contratto sociale (soci di minoranza) nella fase della cessione del controllo<sup>5</sup>.

E' quasi ovvio osservare preliminarmente che le modalità di cessione del controllo saranno completamente diverse a seconda della struttura societaria:

- in una società controllata di diritto da un unico soggetto economico (o da una ristretta coalizione) il passaggio dipenderà da una trattativa privata con quest'ultimo e l'ordinamento dovrà soprattutto preoccuparsi dei soci di minoranza;
- in una società ad azionariato disperso invece l'acquisto del controllo passerà normalmente attraverso o la graduale costruzione di un "pacchetto" importante di azioni (la "scalata" sul mercato, con acquisti gradualmente) o attraverso l'istituto dell'OPA (Offerta Pubblica di Acquisto) ovvero di una proposta a tutti (o parte) gli azionisti della società di cedere le loro azioni ad un unico prezzo in un unico istante.

Si rammenta che, proprio per dare una trasparenza "continua" alla struttura azionaria delle società quotate sui mercati regolamentati, la legislazione europea<sup>6</sup> impone un complesso sistema di pubblicità in capo agli azionisti delle società quotate, non solo per le azioni possedute (a partire dalla soglia del 5%, ridotta in Italia al 2%), ma anche per quelle "potenzialmente acquistabili" e persino per le "posizioni lunghe", ovvero posizioni in derivati che diano un interesse economico nell'*equity* di una società quotata, anche senza i relativi diritti di voto.

Poiché l'obbligo di segnalare le "partecipazioni rilevanti" è assistito da un efficace apparato sanzionatorio (in particolare le azioni non dichiarate perdono il diritto di voto) bisogna presupporre che in ciascun momento, con minimo ritardo, il mercato sia informato dei soci rilevanti di una società quotata. Per altro

---

<sup>5</sup> Si veda, ad esempio, la disciplina del recesso nel caso di cambio di direzione e coordinamento come prevista dal Codice Civile.

<sup>6</sup> Cfr. Direttiva Transparency

verso è evidente che l'intensità delle segnalazioni (le "soglie" che debbono essere comunicate) impedisce "scalate" graduali sul mercato: al notare che un soggetto sta acquistando quote importanti di una società contendibile, gli investitori tenderanno a non cedere le azioni e di conseguenza i prezzi saliranno.

Le principali regole relative al mercato del controllo societario in Italia sono contenute nel Testo Unico della Finanza (d.Lgs 58/1998) e riguardano la disciplina dell'OPA. Esse si dividono in due fondamentali "gruppi" logici di norme:

- quelle che regolamentano le OPA nel loro svolgimento e trasparenza e
- quelle che attengono all'OPA obbligatoria (cioè all'obbligo del soggetto che acquisisce il controllo di una società quotata di offrire a tutti gli azionisti un exit dall'investimento).

Cercheremo di seguito di analizzare la necessità e gli effetti delle due discipline. Va da sé che le regole di trasparenza e di comportamento si applicano alle OPA volontarie e a quelle obbligatorie.

## 2.1. Offerte Volontarie su società aperte ad azionariato diffuso

Il tema delle offerte volontarie è particolarmente rilevante nel caso di società ad azionariato diffuso (c.d. *public companies*): in queste società infatti gli azionisti non hanno strumenti di coordinamento che li aiutino ad analizzare e valutare un'eventuale offerta.

Si pensi al caso di un'offerta volontaria parziale (ad esempio sul 50%+ 1 azione) da parte di un soggetto che ci si aspetta non gestisca al meglio la società o ne estragga maggiori benefici privati facendone scendere il prezzo in Borsa.

L'azione quota 5 €, il raider ne offre 7 €, ma post acquisizione ci si aspetta che il prezzo di mercato scenda a 2 €. Quindi un investitore razionale non dovrebbe aderire.

Tuttavia, non conoscendo il comportamento degli altri soci, egli aderisce con entrambe le azioni, sperando di cederle tutte e due a 7 € con un grosso profitto. Il risultato è invece che tutti i soci aderiscono con tutte le loro azioni, l'offerta va "a riparto" (ovvero il *raider* compra la metà delle azioni da ciascuno) e chi possedeva due azioni (e quindi una ricchezza di 10 €), si ritrova con 7 € in contanti e una azione che vale 2 €. Ovvero avrà perso 1 €.

Questo esempio dimostra come, anche in presenza di informazioni corrette (il mercato stima che con la nuova gestione il prezzo scenderà) il problema della *pressure to tender* (pressione ad offrire), tipico problema di coazione tra soggetti economici non coordinati conduce ad un esito non ottimale.

Ecco perché spesso le regole del mercato del controllo societario tendono a scoraggiare o a proibire le offerte parziali. Si vedano in seguito le scelte al riguardo del legislatore italiano.

## 2.2. Offerte Obbligatorie

Le offerte obbligatorie tipicamente hanno luogo dopo che un soggetto ha già acquisito privatamente la quota di controllo della società quotata. Esse sono quindi molto più frequenti in Italia, dove, come più volte ripetuto, la struttura proprietaria delle imprese è molto concentrata.

Può essere interessante riflettere sugli effetti che l'introduzione di un regime di OPA obbligatoria ha sulla mobilità del controllo societario, anche a seconda anche del prezzo che deve essere riconosciuto e a seconda dell'eventuale estrazione di benefici privati del controllo<sup>7</sup>.

Si ipotizzi una società Q che abbia in circolazione 100 azioni che quotano sul mercato 5 € e quindi capitalizzi 500 €, ma da cui il socio di controllo X (che detiene il 50% +1 azione<sup>8</sup>) estragga benefici privati il cui valore sia pari a 125 €.<sup>9</sup>

Si può quindi scrivere:

$$\begin{array}{rclcl} V & = & CM & + & BP \\ 625 & = & 500 & + & 125 \end{array}$$

Il valore della quota di X è pari a 625 €, ovvero per ciascuna delle 50 azioni, 7,5 €:

$$\begin{array}{rclcl} VX & = & CM & + & BP \\ 375 & = & 250 & + & 125 \end{array}$$

Un potenziale acquirente Y ritiene di riuscire ad estrarre maggiori benefici privati dal controllo di Q, senza accrescerne tuttavia il valore assoluto, così che, nell'ipotesi della sua acquisizione si realizzerebbe la seguente situazione, penalizzante per i soci di minoranza, che vedrebbero scendere la quotazione di mercato da 5 € a 4,5 €:

$$\begin{array}{rclcl} V & = & CM & + & BP \\ 625 & = & 450 & + & 175 \end{array}$$

Il Socio Y ha interesse ad acquisire il controllo di Q ad un prezzo inferiore al valore della sua quota, ovvero inferiore a :

$$\begin{array}{rclcl} VY & = & CM & + & BP \\ 400 & = & 225 & + & 175 \end{array}$$

Qualsiasi valore superiore a 375 € e inferiore a 400 € sarà un prezzo accettabile per il cedente X e l'acquirente Y ed il passaggio di controllo avrà luogo.

<sup>7</sup> Con riguardo all'approccio seguito nel seguente paragrafo si veda: Luca Enriques – Mercato del Controllo Societario e tutela degli investitori – Il Mulino 2002

<sup>8</sup> Per semplicità negli esempi si considererà una partecipazione del 50% esatto, essendo irrilevante l'aggiunta di una unità infinitesima per il controllo.

<sup>9</sup> In questi esempi di tipo didascalico, il valore dei benefici privati estratti può essere logicamente posto pari al valore attuale del sovracosto o del sottoricavo di un contratto con la parte correlata.

Ipotizziamo ora che esista una disciplina dell' OPA obbligatoria che imponga all'eventuale acquirente Y di offrire l'exit, impegnandosi a comprare tutte le loro azioni, ai minoritari al medesimo prezzo dell'acquisto da X, che, supponiamo avvenga a 7,7 € per azione, ovvero per complessivi 385 €.

Chiaramente tutti i minoritari aderiranno, essendo il prezzo atteso post trasferimento del controllo di 4,5 € ben inferiore a 7,7 €. L'acquirente Y in questo scenario spenderebbe 770 € per una impresa che ne vale complessivamente 625 € e non avrebbe più convenienza economica.

Ecco pertanto che l'introduzione di una OPA obbligatoria impedisce un trasferimento del controllo di tipo dissipativo.

Pensiamo ora ad una diversa situazione nella quale un diverso potenziale acquirente Z sia in grado di gestire meglio la società Q e abbia anche inferiore capacità (o volontà) di estrarne benefici privati del controllo, così che, se ne diventasse socio di riferimento si manifesterebbe la seguente situazione:

$$\begin{array}{rcccc} V & = & CM & + & BP \\ 720 & = & 620 & + & 100 \end{array}$$

Z è un nuovo potenziale controllante apprezzato anche dal mercato, perché il prezzo delle azioni salirebbe a 6,2 € anziché gli attuali 5 €.

Il valore della quota di controllo per Z sarebbe di 8,2 € per azione:

$$\begin{array}{rcccc} VZ & = & CM & + & BP \\ 410 & = & 310 & + & 100 \end{array}$$

Quindi, qualunque valore compreso tra 375 € e 410 € che Z offrisse a X per il pacchetto di controllo di 50 azioni sarà per accettato e la transazione avrà luogo. In particolare, se Z offrisse 7,7 € per azione, come fece Y, entrambe le parti sarebbero soddisfatte di un corrispettivo di 385 €.

Ipotizziamo nuovamente l'esistenza di una disciplina di OPA obbligatoria totalitaria al medesimo prezzo dell'acquisto della quota di controllo. Anche Y rinunciarebbe all'acquisizione se dovesse pagare 770 € per l'intera società: nonostante l'incremento di valore totale dato dalla sua abilità come gestore non è razionale pagare più di 720 € per Q.

Ma nel caso in cui la disciplina dell' OPA obbligatoria prevedesse un corrispettivo per i soci di minoranza diverso da quello pagato per il controllo, ad esempio, un corrispettivo pari alla media tra prezzo per il controllo (7,7 € per azione) e prezzo di mercato ( 5€ per azione), ovvero 6,35 € per azione, il costo complessivo per Z sarebbe di 702,5 €:

Prezzo Complessivo		Azioni		Prezzo Unitario	
385,0 €	=	50	*	7,70 €	Acquisto da X
317,5 €	=	50	*	6,35 €	OPA obbligatoria
702,5 €	=	100	*	7,02 €	Totale

Ecco quindi che un diverso regime di determinazione del prezzo di OPA consentirebbe l'acquisizione (virtuosa) da parte di Z.

E' possibile trarre dagli schematici esempi discussi alcune conclusioni:

- Una disciplina dell'OPA obbligatoria consente ai soci di minoranza l'*exit* dall'investimento a condizioni predefinite, invece che lasciarli nell'incertezza di una vendita sul mercato secondario;
- Se il prezzo dell'OPA per i minoritari è uguale a quello dell'acquisto della quota di controllo, come nell'attuale ordinamento italiano ed europeo, si può affermare che esso conduce ad una vera "parità di trattamento" tra soci di controllo e minoritari per quanto attiene all'*exit*;
- Di per sé la disciplina dell'OPA obbligatoria non è in grado di "distinguere" tra acquisizioni virtuose e acquisizioni dissipative: peraltro il giudizio sulla qualità di una acquisizione è soggettivo ed il mercato reagisce in base alle informazioni che vengono fornite circa le intenzioni future del nuovo socio di controllo e la sua reputazione in termini di capacità gestionali e di correttezza;
- Più è alto il livello di tutela dei soci di minoranza (es. prezzo dell'OPA da parte del nuovo entrante allo stesso prezzo pagato per la quota di controllo) più si scoraggia la mobilità nel mercato del controllo societario rendendo onerose le acquisizioni;
- Paradossalmente un alto livello di tutela scoraggia anche acquisizioni "virtuose" che avrebbero comunque portato benefici ai soci di minoranza;
- L'ordinamento deve pertanto identificare un bilanciamento di interessi tra l'obiettivo di tutela e l'obiettivo di mobilità. Tale bilanciamento trova la sua espressione in strumenti quali il prezzo dell'OPA obbligatoria e le quantità obbligo di acquisto.

Infine, merita di essere ricordato che in taluni settori fortemente regolati quali il credito e la finanza, il regime autorizzatorio da parte dell'autorità di vigilanza rende difficile ipotizzare operazioni distruttive di valore e, comunque, rappresenta un ulteriore elemento di vischiosità ai meccanismi di trasferimento del controllo.

### 3. Cenni sulla disciplina italiana dell' Offerta Pubblica

In Italia una prima disciplina dell'OPA obbligatoria venne introdotta con la L. 149/92, poi rivista in occasione della emanazione del Testo Unico della Finanza (TUIF) D.Lgs 58/1998 e più volte modificata, anche a seguito del recepimento della Direttiva Europea in materia, la 2004/25/CE del 21 aprile 2004.

Il punto di riferimento della produzione legislativa è sempre stato il Takeover Code inglese, ove la materia è da tempo disciplinata, in un regime di *self regulation* dal Panel on Takeovers and Mergers.

Nel seguito tralascieremo ogni riferimento alla disciplina relativa a prodotti finanziari diversi dalle azioni (obbligazioni, quote di fondi comuni...) concentrandoci esclusivamente sulle azioni quotate su mercati regolamentati.

## 3.1. Aspetti Procedurali

### 3.1.1. La definizione di OPA

L' art. 1 del TUIF definisce quale Offerta Pubblica di Acquisto o Scambio ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari.

Sono escluse operazioni di piccola dimensione (inferiori a 2.5 MLN/€) o rivolte ad un numero di soggetti inferiore a 100, così come quelle relative a titoli di banche centrali.

### 3.1.2. Il Procedimento ed il ruolo della Consob

La legge prevede che chiunque intenda (volontariamente) o debba (obbligatoriamente post acquisto del controllo) lanciare un'offerta debba comunicarlo al mercato indicando nella comunicazione una serie di elementi che consentano un'immediata valutazione:

- gli elementi essenziali dell'offerta (soggetto offerente, prezzo, quantità, presumibile data di inizio);
- finalità dell'operazione (ad esempio, successiva integrazione con altre aziende dell'offerente);
- garanzie e modalità di finanziamento previste;
- eventuali condizioni (ad esempio, raggiungimento di una certa soglia di adesioni);
- partecipazioni già detenute o acquistabili dall'offerente ;
- nominativi dei consulenti.

Successivamente l'Offerente prepara un Documento di Offerta, che deve essere approvato dalla Consob entro 15 giorni dal *filing* (che deve avvenire entro 20 giorni dalla comunicazione di cui sopra).

Il Documento di Offerta svolge le medesime funzioni di un Prospetto Informativo, ma in una situazione di disinvestimento anziché di investimento. Wsso deve mettere in condizione l'azionista della Target di procedere all'eventuale cessione dei propri strumenti finanziari con cognizione precisa delle caratteristiche dell'OPA e, in particolare, della "congruità" del prezzo .

Il tipico contenuto di un Documento di Offerta è il seguente:

- A. Avvertenze
- B. Soggetti partecipanti all'operazione
- C. Categorie e quantitativi degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta e modalità di adesione
- D. Numero degli strumenti finanziari della società emittente posseduti dal soggetto o dai soggetti che intendono o devono effettuare l'offerta pubblica, anche a mezzo di società fiduciarie o per interposta persona e di quelli posseduti da società controllate
- E. Corrispettivo unitario per gli strumenti finanziari e sua giustificazione
- F. Date, modalità 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 società emittente gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta o gli azionisti o gli amministratori della medesima

- I. Compensi agli intermediari
- J. Ipotesi di riparto
- K. Indicazione delle modalità di messa a disposizione del pubblico del documento d'offerta
- L. Appendici
- M. Documenti che l'offerente deve mettere a disposizione del pubblico e luoghi nei quali tali documenti sono disponibili per la consultazione
- N. Dichiarazione di responsabilità

Il Capitolo E relativo alla giustificazione del corrispettivo è tra i più delicati: in esso vengono normalmente esposti i valori di società *comparables* quotate e/o i *target price* di analisti finanziari, nonché i premi/sconti che il corrispettivo rappresenta rispetto alle quotazioni di periodi precedenti all'annuncio.

### 3.1.3. Il Comunicato dell'Emittente

Prima dell'inizio del periodo di adesione all'OPA, il Consiglio di Amministrazione della target deve approvare un comunicato nel quale esprime un giudizio motivato sull'offerta ed in particolare, sulla "congruità" del corrispettivo.

Tale comunicato è particolarmente critico nel caso di offerte lanciate da soggetti che già controllano l'emittente target (ad esempio quando il soggetto controllante lancia un'OPA volontaria per delistare, cioè cancellare dal listino la società): è infatti evidente che essendo il C.d.A. nominato dal medesimo *bidder*, il conflitto di interesse dei membri nell'esprimere questo delicato giudizio sarà massimo.

Il contenuto del comunicato è stabilito con precisione dalla Consob. Esso deve contenere, tra l'altro:

- ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e una valutazione motivata della stessa;
- l'eventuale decisione di convocare assemblee per azioni difensive;
- informazioni aggiornate sul possesso di azioni della target da parte dei membri del C.d.A., nonché sui patti parasociali aventi ad oggetto azioni dell'emittente;
- informazioni aggiornate sui compensi percepiti dai membri del C.d.A.;
- informazioni sui fatti di rilievo non indicati nell'ultimo bilancio o nell'ultima situazione infrannuale pubblicata;
- informazioni sull'andamento recente e le prospettive dell'emittente.

### 3.1.4. La Passivity Rule

Dal momento in cui è stata annunciata un'OPA, la società Target può essere soggetta a delle restrizioni circa la propria attività. L'ordinamento infatti prevede che, salvo che la società quotata vi abbia rinunciato con una specifica previsione statutaria (*opt out*) entri in vigore la cosiddetta clausola di passività, secondo la quale, senza autorizzazione dell'assemblea, la *target* si astiene "dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta." (Art. 107 TUIF).

Il divieto agli amministratori di porre in essere azioni difensive (*frustrating actions*, quali, ad esempio, la cessione di *asset strategici*, l'assunzione di indebitamento, ...) facilita il successo dell'Offerta e rappresenta quindi, di per sé, un elemento di mobilità nel mercato del controllo societario.

Si noti però che il divieto non è assoluto: semplicemente viene spostata la decisione dagli amministratori ai soci riuniti in assemblea. La *passivity rule* è infatti, più che altro, una regola di *corporate governance*: i soci sono in condizione di giudicare con incentivi più corretti l'OPA, mentre gli amministratori normalmente sono maggiormente diffidenti verso un raider che probabilmente in caso di successo li sostituirà.

### **3.1.5. Offerte Concorrenti e “rilanci”**

Nulla vieta che un secondo *bidder* lanci un'offerta concorrente rispetto all'OPA già annunciata da un primo offerente., né che un offerente effettui un “rilancio” incrementando il corrispettivo offerto inizialmente.

Tuttavia la disciplina in vigore si preoccupa di contenere temporalmente l' “asta” che si potrebbe innescare in caso di offerte concorrenti e di consentire agli azionisti di scegliere l'offerta ritenuta più conveniente anche se avessero già aderito ad una precedente.

Per raggiungere questi obiettivi, la regolamentazione Consob prevede che (i) nessuna offerta concorrente o rilancio può essere effettuato dopo il quinto giorno antecedente la scadenza di una offerta, (ii) le adesioni sono revocabili in caso di offerte concorrenti o rilanci, (iii) al termine del periodo di adesione, gli aderenti che hanno aderito ad una offerta che non ha avuto successo possono apportare le loro azioni a quella che è risultata vincitrice.

### **3.1.6. Il diritto di recesso dai patti parasociali**

Preme ricordare in questo contesto un altro importante istituto dell'ordinamento italiano legato alla mobilità del controllo societario e all'OPA.

L' art. 123 del TUIF prevede infatti che gli aderenti ad un patto parasociale concernente una società quotata possano recedere dallo stesso se la società è oggetto di OPA.

Come noto nelle strutture proprietarie italiane non è infrequente che società ad azionariato relativamente concentrato siano controllate da coalizioni di soci legate da accordi che prevedono normalmente anche impegni di blocco sui propri pacchetti. Il recesso senza penali che *ex lege* è possibile in caso di OPA rende quindi possibili azioni di forza per modificare queste situazioni di controllo coalizionale.

## 3.2. Le diverse tipologie di OPA

### 3.2.1. La preventiva totalitaria volontaria

L'OPA preventiva totalitaria è prevista dall' Art. 104 comma 4 del TUIF e si realizza quando un soggetto intende acquisire il controllo di una società. Il prezzo è libero, così come la quantità dei titoli oggetto dell'offerta.

Ciò che è rilevante è che il lancio di un'OPA preventiva totalitaria "esime" dall'eventuale OPA obbligatoria successiva. In altri termini: se il *bidder* supera la soglia del 30% del capitale votante, che come vedremo tra poco, è (in genere) il *trigger* dell'OPA obbligatoria, a seguito di una preventiva totalitaria, non è soggetto a nessun ulteriore obbligo.

### 3.2.2. La preventiva parziale

Si tratta di una fattispecie esclusivamente italiana, non prevista dalla Direttiva europea. Sotto alcune condizioni, anche un'offerta preventiva non totalitaria, purché abbia ad oggetto almeno il 60% delle azioni con diritto di voto, è esimente dalla successiva obbligatoria.

Le condizioni, indicate dall' art. 107 del TUIF sono: (i) che l'Offerente non abbia già acquistato (nei dodici mesi precedenti, né lo faccia durante l'Offerta) più del 1 % del capital votante della Target, (ii) che l'offerta si a approvata dai "soci di minoranza" (escludendo cioè dal voto il *bidder* stesso e il socio di maggioranza relativa purché con più del 10 %) e (iii) che Consob accordi l'esenzione, verificando le condizioni di cui sopra.

E' chiaro che l' OPA preventiva parziale (di cui peraltro esistono pochi esempi nella pratica del mercato) è uno strumento per favorire il cambio di controllo, riducendo il costo complessivo dell'acquisizione, ma con il consenso degli azionisti a cui l'OPA dovrebbe essere diretta. Ciò corrisponde ad una precisa logica, non dissimile da quella illustrata negli esempi di cui ai paragrafi precedenti: gli azionisti "concordano" sull'accettare un nuovo soggetto di controllo, riducendo la dimensione della loro *exit*.

Sembra quasi superfluo far notare infatti che, se le azioni portate in adesione ad una offerta parziale dovessero essere in eccesso, si procederà ad un "riparto" proporzionale, e da ciascun aderente ne verranno ritirate e pagate solo una frazione.

### 3.2.3. La successiva obbligatoria

L'art. 106 comma 1 del TUIF delinea l'obbligo fondamentale di "chiunque, a seguito di acquisti [...], venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi promuove un'offerta pubblica di

acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso”.

L’acquisizione del controllo è quindi convenzionalmente identificata nel passaggio della soglia del 30 % dei diritti di voto. La regola ha però due eccezioni: (i) nelle società di maggiori dimensioni, la soglia *trigger* è ridotta al 25 % in mancanza di altro socio con una partecipazione superiore, (ii) nelle società di minori dimensioni lo Statuto può individuare un diverso valore, tra il 25 % ed il 40 %.

Il prezzo a cui l’OPA obbligatoria successiva all’acquisizione del controllo deve essere lanciata è “a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall’offerente ... nei dodici mesi anteriori .... Qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso ..., l’offerta è promossa ... ad un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi...”

Consob è poi dotata di ampi ed articolati poteri per modificare il prezzo in situazioni nelle quali si possa ritenere che vi sia stata “collusione” tra il cedente la quota di controllo e l’acquirente o manipolazioni del prezzo di mercato.

### 3.2.4. L’incrementale del controllo di fatto

Anche questa tipologia di OPA obbligatoria è sconosciuta alla Direttiva Europea in materia, ma è peculiare dell’ordinamento italiano.

In estrema sintesi esso richiede al soggetto che detiene una partecipazione superiore alla soglia dell’OPA obbligatoria (diciamo, con approssimazione, ma per semplicità, più del 30 %) di effettuare un’offerta totalitaria se accresce la sua percentuale di più del 5 % nei dodici mesi.

In altre parole, nelle situazioni in cui un soggetto economico detiene un controllo di fatto, “debole”, “incompleto”, l’ordinamento impone che il rafforzamento di quel controllo avvenga “lentamente”, così che i soci di minoranza, consapevoli del fatto ( si rammenti che le soglie di trasparenza delle partecipazioni rilevanti tra il 30 % ed il 50 % debbono essere comunicate ad ogni multiplo del 5 %) che quella che era una società ancora teoricamente contendibile sta diventando una società controllata, possano agire liquidando le proprie azioni o in altro modo.

Il socio di “controllo di fatto” non potrà quindi comprare più del 5 % nei 12 mesi pena l’obbligo di offerta totalitaria.

### 3.2.5. Sell Out e Squeeze Out

Con “*sell out*” si fa riferimento all’obbligo di acquisto che il socio che venga a detenere più del 90 % del capitale con diritto di voto di una società quotata ha verso tutti i soci rimasti qualora non ripristini un più ampio flottante (ricollocando cioè parte del proprio pacchetto sul mercato).

Si tratta evidentemente di un exit dato ai soci rimasti quando ormai il flottante del titolo è diventato molto piccolo e, probabilmente, il socio di controllo ha perso l’interesse alla quotazione.

Come indicato dall' Art. 108 del TUIF, il prezzo è indicato dalla Consob, salvo che la soglia sia raggiunta tramite un'altra OPA a cui abbia aderito la grande maggioranza dei soci oblati

Con "*squeez out*" si suole invece indicare il diritto, riconosciuto dall'Art. 111 del TUIF per il socio che abbia raggiunto, tramite una precedente OPA totalitaria, almeno il 95 % del capitale con diritto di voto di una società quotata su un mercato regolamentato, di "espropriare" ovvero acquisire forzatamente dagli altri soci le loro azioni.

Il corrispettivo è determinato come nel caso del *sell out* e la *ratio* dell'istituto è evidentemente nel consentire al socio di controllo non più interessato alla quotazione di non rimanere con soci di minoranza, con ogni probabilità poco interessati alle vicende sociali, se non ad azioni di disturbo.

#### 4. Il ruolo degli intermediari nella OPA

Un'offerta pubblica rappresenta, soprattutto nel caso in cui sia finalizzata ad una modifica della struttura di controllo, una tipica operazione di M&A (*Mergers and Acquisition*). Pertanto è prassi che il *bidder* sia assistito da un *advisor* che lo affianchi nelle attività tipiche nell'acquisizione di una impresa: negoziazione del contratto di finanziamento, definizione del corrispettivo, contatti con le autorità di vigilanza, sondaggio degli investitori che dovrebbero aderire...

Non si tratta di attività coperte da una riserva di legge. Di conseguenza è frequente che l'*advisor* di queste operazioni non sia un intermediario finanziario, ma una *boutique* di M&A o, comunque, una entità non autorizzata alla prestazione di servizi di investimento. E' altresì frequente che la remunerazione dell' *advisor* sia in larga parte "a successo".

Una importante differenza rispetto alla "tradizionale" operazione di M&A privata si riscontra invece nel processo di *due diligence*. Come noto la *due diligence* è l'attività che un acquirente pone in essere sull'impresa che intende acquisire per verificarne le effettive condizioni e riguarda aspetti di *business* (verifica del posizionamento dei prodotti e dei mercati di sbocco), contabili, fiscali, giuslavoristici, ambientali,...

Data la natura di società quotata della target, gli amministratori di quest'ultima difficilmente possono concedere un accesso ad informazioni riservate, quali sono quelle oggetto della *due diligence*. Ciò anche nel caso in cui l'attività fosse propedeutica ad una OPA amichevole, concordata.

E' quindi frequente che il *bidder* si basi esclusivamente su informazioni pubbliche per valutare la target quotata.

Ruoli "tecnici" vengono poi svolti da intermediari autorizzati nel contesto dell'OPA. Il più rilevante è quello di raccolta delle adesioni, che può effettuarsi tramite un "consorzio" di raccolta, il quale viene remunerato con delle commissioni in funzione delle azioni che vengono consegnate presso ciascun intermediario.