

LE OPA/S NELLE SOCIETÀ QUOTATE

Gian Domenico Mosco

L'appello al pubblico risparmio

Il titolo II della parte IV del TUF contiene la disciplina di due fenomeni uniti dalla sollecitazione rivolta al pubblico, ma divisi dall'oggetto della stessa, che dà luogo a problemi ed esigenze di regolamentazione diversi:

- la prima è la sollecitazione all'investimento, cioè a investire nell'acquisto o nella sottoscrizione di prodotti finanziari. Chi sollecita offre qualcosa in vendita o sottoscrizione: offerta pubblica di vendita o sottoscrizione (definizione art. 1, lett. t, t.u.f.);
- la seconda è la sollecitazione al disinvestimento, cioè a disinvestire vendendo o scambiando. Chi sollecita offre di acquistare o scambiare: per l'effetto, le offerte pubbliche di acquisto o di scambio (definizione art. 1, lett. v, t.u.f.).

Le opa/s: definizione

L'opa/s è «ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 1, lettere *b)* e *c)*; non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari» (art. 1, lett. v, t.u.f.)

Le disposizioni del Tuf sulle opa/s

Le disposizioni del Tuf sulle opa/s si dividono in due parti:

- nella sez. I è dettata una disciplina unitaria applicabile a tutte le opa/s, senza che rilevi la quotazione o altro (salvo che per l'art. 104)
- nella sez. II sono disciplinate delle offerte particolari, le opa obbligatorie, aventi necessariamente per oggetto azioni ordinarie di società italiane quotate in mercati regolamentati italiani (art. 105)

Le tipologie opa nella nuova disciplina del Tuf

1. Successiva Totalitaria (obbligatoria)
2. Preventiva facoltativa (volontaria)
3. Obbligo di acquisto (residuale)

Prof. Gian Domenico Mosco

Le fasi dell'opa/s

FASE INIZIALE:

- 1) Preventiva comunicazione alla Consob (art. 102, comma 1)
- 2) Documento d'offerta da pubblicare
- 3) Controllo preventivo della Consob (art. 102, comma 4) e suoi poteri interdittivi (art. 102, comma 6)

SVOLGIMENTO DELL'OFFERTA (art. 103)

- 1) Irrevocabilità dell'offerta (art. 103, comma 1)
- 2) Parità di condizioni (artt. 34-*sexies* e 42 reg. Consob)
- 3) Durata (compresa tra un minimo 15 e un massimo di 25 giorni per l'opa totalitaria *ex* art. 106, commi 1 e 3, più eventuali proroghe: compresa tra un minimo di 15 e un massimo di 40 giorni per le altre offerte: art. 40 reg. Consob)
- 4) Offerte concorrenti (art. 44 reg. Consob)

Le opa obbligatorie

- Servono, in sostanza, a far beneficiare i soci di minoranza del premio che percepisce chi vende il pacchetto di controllo.
- L'Italia ha scelto il modello del *City code* londinese del superamento di una soglia fissa per rendere obbligatoria l'opa.
- La fissazione della soglia deve trovare il punto di equilibrio tra due esigenze:
 - lasciare gli emittenti esposti al cambio non concordato del controllo
 - ma non troppo precari negli assetti proprietari
- D'altra parte, più si abbassa la soglia più si «ingessa» il mercato del controllo, rendendo onerosissimo il cambio di proprietà.

Le soglie di opa obbligatoria previste dalla legge

Grandi società

30% chiunque a seguito di acquisto o di maggiorazione dei diritti di voto venga a determinare una partecipazione superiore a questa soglia (di capitale o di diritto di voto)

25% chiunque a seguito di acquisti assume una partecipazione superiore a questa soglia in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata

PMI

(Fatturato fino a € 300 milioni;
Capitalizzazione media di mercato € 500 milioni)

30% Modificabile statutariamente fra il 25 ed il 40%

Art. 105

2. Per partecipazione si intende una quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, dei titoli [...] che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti **nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza.**

La disciplina dell'opa obbligatoria

Art. 106

(Offerta pubblica di acquisto totalitaria)

Chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione, ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore alla soglia rilevante “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”

“**TITOLI**” = gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria



Gli esoneri dall'opa obbligatoria

Vi sono ipotesi nelle quali il superamento della soglia rilevante del 30% non fa scattare l'obbligo di OPA.

Esenzioni :

- Superamento a seguito di **OPA** obbligatoria;
- Acquisti a **titolo gratuito**;
- Presenza di altri **soci che detengono il controllo di diritto**;
- Operazioni di **salvataggio**;
- Trasferimenti di partecipazioni **infragruppo**;

N.B.: Chi ha già una partecipazione superiore alla soglia, può incrementare ogni anno la propria partecipazione al massimo del 5% annuo fino a conseguire il controllo di diritto senza dover lanciare l'OPA (c.d. *opa da consolidamento*).

La determinazione del prezzo dell'opa obbligatoria

Categorie di titoli:

- **acquistate a titolo oneroso:** il prezzo *più elevato* pagato per i titoli della medesima categoria nei 12 mesi precedenti l'opa;
- **non acquistate a titolo oneroso:** il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi

ESEMPIO DI DETERMINAZIONE DEL PREZZO IN CASO DI ACQUISTI A TITOLO ONEROSO

Prezzo di borsa: 5

Prezzo con premio di controllo: 10

Prezzo OPA: **10**

Le ops

Il prezzo può essere corrisposto anche in titoli, purché:

- si tratti di **titoli quotati**,
- l'offerente non abbia effettuato **consistenti acquisti di titoli in contanti**, durante l'opa o nei dodici mesi antecedenti (almeno il 5% dei diritti di voto nell'assemblea della società bersaglio) (art. 106, comma 2-*bis*).

Mancando queste condizioni: l'offerente è obbligato a proporre l'alternativa del pagamento in contanti.

L'opa preventiva volontaria

I vantaggi: 1) Libera determinazione del prezzo;
2) Possibilità di opa parziale

Le condizioni dell'opa parziale:

- L'offerente non deve effettuare acquisti superiori all'1% né nell'anno anteriore all'opa, né nell'anno successivo.
- Approvazione dei soci di minoranza.
- Non si compiono operazioni di fusione o scissione nell'anno successivo.
-

L'obbligo di acquisto residuale (art. 108)

- Vale solo per le categorie di titoli per le quali siano superate le soglie rilevanti;
- Possono verificarsi due ipotesi:
 - a) Partecipazione **almeno pari al 95%** del capitale rappresentato da titoli a seguito di OPA totalitaria: obbligo di acquisto su tutti i titoli residui;
 - b) Partecipazione **superiore al 90%** dei titoli quotati: obbligo di acquisto dei restanti titoli quotati o ripristino del flottante entro 90 gg.

L'acquisto di concerto (art. 109)

- Sono solidalmente obbligati all'OPA totalitaria e a quella residuale coloro che cooperano sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorchè invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio; è sufficiente che la soglia rilevante venga superata a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo dei concertisti;
- Presunzioni legali di concerto: (i) aderenti a un patto parasociale rilevante ex art. 122, commi 1 e 5 (anche se nullo); (ii) un soggetto, il suo controllante e le società da lui controllate; (iii) le società sottoposte a comune controllo; (iv) una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza o direttori generali.

n.b. il Reg. emittenti prevede presunzioni relative di concerto (art. 44-quater, comma 1) e ipotesi che non configurano di per sé un'azione di concerto (art. 44-quater, comma 2)

Le sanzioni

1. Sospensione del diritto di voto per l'intera partecipazione (la Consob può impugnare le deliberazioni);
2. Obbligo di alienare i titoli in eccedenza (in alternativa la Consob può imporre un'opa al prezzo da essa stabilito);
3. Sanzioni pecuniarie.

Prof. Gian Domenico Mosco

Le tecniche di difesa

Possono avere carattere:

- preventivo: p.e. clausole di prelazione, di gradimento, patti parasociali, incroci azionari, diritti speciali di nomina degli amministratori, limitazioni o maggiorazioni al diritto di voto, ecc.;
- successivo: aumenti di capitale, fusioni, acquisto di azioni proprie, cessione di beni, ecc.

Limiti alle tecniche di difesa:

1. Passivity rule (art. 104)

2. Regola di neutralizzazione (art. 104-*bis*)

3. Offerte concorrenti

} Clausola di reciprocità (art. 104-*ter*)

Passivity rule

Art. 104 *(Difese)*

1. Salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane quotate i cui titoli sono oggetto dell'offerta si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta.

Prof. Gian Domenico Mosco

Le misure preventive

Le regole **inderogabili** di neutralizzazione in pendenza di OPA:

1. recesso senza preavviso da sindacati di voto e/o di blocco (art. 123, comma 3);
2. cadono i limiti agli incroci azionari fra società quotate (art. 121, comma 5).

Le misure preventive neutralizzate in pendenza di OPA se lo statuto lo prevede:

1. non hanno effetto nei confronti dell'offerente limitazioni statutarie al trasferimento dei titoli (art. 104-*bis*);
2. nelle assemblee, chiamate a decidere sull'autorizzazione di atti di contrasto all'opa, non operano le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali;
3. nelle medesime assemblee, le azioni a voto plurimo conferiscono soltanto un voto e non si computano le maggiorazioni del diritto di voto.

Le misure preventive (*segue*)

Difese preventive neutralizzate nella prima assemblea post-Opa, convocata per rinnovo amministratori sociali o modifica statuto (*opt-in*)

1. le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali; voto plurimo; maggiorazioni di voto;
2. qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza previsto nello statuto

MA: solo se l'offerente raggiunge almeno il **75%** del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori

Regola di neutralizzazione: la neutralizzazione dei limiti al diritto di voto, sia durante, sia dopo l'opa, non opera tuttavia per le categorie speciali di azioni dotate di privilegi di natura patrimoniale.

La clausola di reciprocità

Art. 104-ter

(Clausola di reciprocità)

1. Le disposizioni di cui all'articolo 104, commi 1 e 1-bis, e, qualora previste negli statuti, le disposizioni di cui all'articolo 104-bis, commi 2 e 3 non si applicano in caso di offerta pubblica promossa da chi non sia soggetto a tali disposizioni ovvero a disposizioni equivalenti, ovvero da una società o ente da questi controllata. In caso di offerta promossa di concerto, è sufficiente che a tali disposizioni non sia soggetto anche uno solo fra gli offerenti.

[...]

4. Qualsiasi misura idonea a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta adottata dalla società emittente in virtù di quanto disposto al comma 1 deve essere espressamente autorizzata dall'assemblea in vista di una eventuale offerta pubblica, nei diciotto mesi anteriori alla comunicazione della decisione di promuovere l'offerta