

# LE OPA/S NELLE SOCIETÀ QUOTATE

**Gian Domenico Mosco**



### 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