

Discussion papers

# Le OPA in Italia dal 2007 al 2019

Evidenze empiriche e spunti di discussione

*F. Picco, V. Ponziani, G. Trovatore, M. Ventoruzzo; con introduzione a cura di R. Lener*



**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Concetta Brescia Morra, Nadia Linciano, Rossella Locatelli, Caterina Lucarelli, Marco Maugeri, Francesco Nucci, Francesco Saita, Umberto Tombari, Gianfranco Trovatore, Marco Ventoruzzo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tipografia Eurosia s.r.l. (Roma)

[www.tipografiaeurosia.it](http://www.tipografiaeurosia.it)

## **Consob**

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

☎ 06.8477.1

☎ 06.8477612

✉ [studi\\_analisi@consob.it](mailto:studi_analisi@consob.it)

ISSN 2281-3098 (online)

ISSN 2281-1990 (stampa)

# Le OPA in Italia dal 2007 al 2019

Evidenze empiriche e spunti di discussione

F. Picco\*, V. Ponziani\*\*, G. Trovatore\*\*\*, M. Ventoruzzo\*\*\*\*

## Abstract

Il presente lavoro vuole offrire una fotografia dell'impatto della Direttiva OPA sul mercato dei capitali italiano presentando un'analisi delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio promosse in Italia nel periodo intercorrente tra il 2007 e il 2019.

Dopo un breve *excursus* storico sulla genesi e l'evoluzione della disciplina Opa europea e italiana, lo studio incentra la sua ricognizione sulle caratteristiche dei soggetti partecipanti alle offerte e dei consulenti che li coadiuvano; sulle finalità per cui vengono promosse in Italia le offerte pubbliche di acquisto, con particolare attenzione al fenomeno del *delisting*; sui premi delle offerte, i tassi di adesione alle medesime e le performance di mercato dei titoli oggetto di offerta.

L'indagine, basata su un database proprietario di oltre 20.000 dati, pur riguardando la totalità delle offerte promosse nel periodo, si concentra particolarmente su quelle azionarie. In merito, emerge che meno della metà delle offerte su titoli azionari sono afferenti a cambiamenti del controllo e che solo una stretta minoranza sono qualificabili come offerte ostili. Nella maggior parte dei casi le offerte prevedevano un programma di *delisting*, sia come finalità propria (offerte volontarie di revoca dalle quotazioni promosse dall'azionista di controllo) che come obiettivo "associato" al *change of control*. I dati mostrano un recente *trend* di crescita dell'incidenza dei *delisting*, passato negli ultimi 5 anni di analisi dal 50% al 90%. Questi dati paiono interessanti non tanto per il valore assoluto quanto in considerazione, da un lato, dell'aumentata dimensione media delle società revocate, e dall'altro, della circostanza che detta propensione al *delisting* si sia manifestata in una fase di mercato sostanzialmente non negativa. Il premio medio riconosciuto agli azionisti è all'incirca del 13%, con valori superiori nelle offerte finalizzate ad una *business combination* e nelle offerte volontarie. I rendimenti, sia assoluti che relativi all'indice, delle azioni oggetto di offerta evidenziano in media valori negativi. In particolare, l'extra-rendimento è pari a -5,9% nei 12 mesi successivi e a -6,8% dopo 3 anni. Differenziando i risultati in base alla natura volontaria/obbligatoria delle offerte, si nota come tutte le configurazioni di rendimento *ex-post* risultino sensibilmente inferiori nel caso delle offerte obbligatorie.

Senza la pretesa di trarre considerazioni di *policy* o prospettive di riforma della disciplina vigente, lo studio propone un quadro analitico e oggettivo che lascia a disposizione di studiosi, *regulator*, operatori di mercato, evidenze potenzialmente idonee a generare futuri contributi di ricerca.

JEL Classifications: G15, G18, G34, G38.

Keywords: corporate governance, takeovers, financial markets, delistings

\* Consob, Ufficio Segreteria di Commissione; \*\* Università degli Studi di Roma Tor Vergata; \*\*\* Consob, Ufficio Studi Giuridici; \*\*\*\* Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università L. Bocconi di Milano.

Si ringraziano Silvia Carbone per gli utili suggerimenti e Tommaso Nicola Poli per la preziosa collaborazione. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori. Le opinioni espresse nel lavoro sono attribuibili esclusivamente agli autori e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare il presente lavoro, non è, pertanto, corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

# Indice

Introduzione	5
1 La Direttiva Opa e l'“armonizzazione” della disciplina europea in materia di offerte pubbliche di acquisto	9
2 Quadro normativo italiano post recepimento della Direttiva Opa	13
3 Le evidenze raccolte	18
3.1 Caratteristiche delle offerte	18
3.2 Caratteristiche dell'Emittente e dell'Offerente	28
3.3 Advisor e consulenti	34
3.4 Delisting	39
3.5 Motivazioni delle offerte	47
3.6 Premi delle offerte	52
3.7 Tasso di adesione	58
3.8 Andamento in borsa (prima e dopo l'offerta)	61
Considerazioni finali	64
Bibliografia	68

# Introduzione

*a cura di R. Lener<sup>(\*)</sup>*

È certamente difficile disegnare una disciplina logica, nel senso, quanto meno, di non contraddittoria, dell'Opa. E anche la migliore regolamentazione è destinata a mutare, soprattutto là dove il legislatore si veda costretto a inseguire i mutevoli umori del mercato.

In generale può dirsi che qualunque disciplina delle offerte pubbliche di acquisto, in specie di quelle obbligatorie, è il risultato di una complessa mediazione fra una pluralità di interessi configgenti e però tutti, nessuno escluso, in qualche misura meritevoli di tutela. In via esemplificativa: evitare turbamenti del mercato; tutelare gli azionisti risparmiatori; distribuire fra tutti i soci il "premio" di maggioranza; favorire il trasferimento del controllo delle società quotate; assicurare la stabilità degli assetti proprietari. E pur se si opta per il "mercato", per la contendibilità delle imprese, appare inevitabile, ad esempio, riconoscere ai piccoli azionisti una porzione del "premio" di maggioranza. Anche perché l'esperienza mostra che i titoli che non beneficiano del "premio" in occasione di un trasferimento del controllo subiscono una depressione dei corsi tale da non potersi giustificare sulla base della semplice valutazione che hanno scontato la liquidità.

Al riguardo, sembra utile ricordare come la disciplina si sia sviluppata nel tempo.

Il primo intervento del legislatore italiano è stato, per dir così, molto deciso. Infatti, il nostro Parlamento, forse per rompere con il passato, impose dal nulla una regola di passività assoluta (art. 16 della legge n. 149/92), neppure rimuovibile con autorizzazione assembleare. In quel regime, si ricorderà, né gli amministratori, né i soci, potevano ricorrere a misure difensive contro acquirenti non graditi.

Era, all'evidenza, una soluzione eccessivamente rigida. E infatti non mancavano le analisi sui "costi" della quotazione, volte a dimostrare come l'eccesso di "passività" rischiasse di portare le società a blindarsi statutariamente, a ridurre al minimo indispensabile il flottante, o in ultima analisi a rinunciare alla quotazione.

(\*) Professore ordinario nella Facoltà di Giurisprudenza dell'Università di Roma Tor Vergata.

Il testo unico del 1998, come noto, spostò il tiro, seguendo l'orientamento che nel frattempo stava emergendo in sede comunitaria (la Direttiva sulle Opa era in fase di gestazione), restituendo centralità decisionale all'assemblea, ritenendo più corretto e soprattutto più efficiente che la decisione finale sulle misure difensive fosse rimessa ai soci, per evitare il rischio di conflitti di interesse degli amministratori.

Dopo lunga e faticosa gestazione, il legislatore comunitario riuscì finalmente, nel 2004, a partorire la Direttiva sulle Opa, ma effettuando scelte di compromesso, poco soddisfacenti, lasciando in ultima analisi gli ordinamenti nazionali liberi di scegliere le soluzioni da adottare. L'intera disciplina è infatti assoggettata a un meccanismo di *opt-out* legislativo (cfr. ad es., art. 9, par. 2 e 3; art. 11), in parte temperato da un davvero singolare meccanismo di *opt-in* statutario (cfr. art. 12, par. 2). Lo scenario che ne viene fuori è dunque disomogeneo: ogni ordinamento comunitario può decidere se attuare le regole "suggerite", o anche una sola di esse, ad esempio imponendo la *passivity* ma non la *breakthrough*, ovvero il contrario. Non solo, ma al legislatore domestico è lasciata anche la scappatoia del ricorso al principio di reciprocità.

La Direttiva è stata attuata in Italia nel 2007. Il legislatore nazionale ha avuto circa tre anni per pensarci e dunque, deve presumersi, ha ben riflettuto prima di introdurre le nuove norme. E lo ha fatto virtuosamente: nessun *opt-out*. Le regole di passività e neutralizzazione si applicano sempre e comunque. La passività viene anzi rafforzata, giacché il legislatore approfitta dell'occasione per precisare che l'autorizzazione assembleare è necessaria anche per misure già deliberate, ma ancora non attuate in tutto o in parte al momento del lancio dell'Opa.

Alla fine del 2008, con la crisi dei mercati finanziari, arriva però un completo *revirement*. A partire dal DL n.185 del 2008 il legislatore infatti, adeguandosi, va detto, alle scelte compiute dalla gran parte dei parlamenti europei, sceglie di rendere facoltativa tanto la regola della passività, quanto quella della neutralizzazione.

In quel momento, a spingere il Governo e poi il Parlamento è stato probabilmente il timore che la fase di depressione dei mercati incentivasse un ricorso alle Opa ostili – anche da parte di offerenti italiani, ma il timore era principalmente rivolto all'estero – e dunque a tentativi di cambiare il gruppo di controllo, e con esso il management delle società quotate, a basso costo.

Analoga ratio sostiene oggi, verisimilmente, le scelte legislative in materia di *golden power*, parimenti pensate in un'ottica protettiva del mercato domestico.

In un contesto così (necessariamente) mutevole si inserisce il *Discussion Paper*, che illustra, per la prima volta in questi termini, come è stata concretamente applicata nell'ordinamento italiano la normativa sulle Opa, dopo l'attuazione della Direttiva del 2004.

Scopo del *Paper* non è proporre novelle legislative. Ma certamente dalla ricognizione effettuata vengono fuori utili spunti di riflessione per il legislatore.

In effetti, come si è detto, molto è cambiato nelle dinamiche del mercato del controllo societario in Europa e in Italia dal tempo in cui è stata condotta (nel 2012) la prima indagine della Commissione Europea sull'applicazione della Direttiva. Ed è giusto chiedersi se gli obiettivi che ci si proponeva siano stati effettivamente raggiunti, più ancora se siano tuttora attuali e quali siano i margini di miglioramento della disciplina.

Il quadro rassicurante – di tendenziale apprezzamento della nuova normativa da parte dei soggetti intervistati – che emergeva dall'indagine della Commissione si fondava, però, su un campione ristretto, sì che risultava difficile valutare il reale impatto della Direttiva sui mercati finanziari europei. Peraltro, con lungimiranza la Commissione rilevava che, sebbene le offerte pubbliche di acquisto teoricamente promuovessero l'efficienza del mercato, ciò però non sempre trovava riscontro nella pratica, poiché le condizioni presupposte –comportamento razionale degli investitori, sufficiente informazione del mercato, assenza di costi di transazione– non sempre potevano dirsi soddisfatte.

Nell'indagine la Commissione mostrava piena consapevolezza del fatto che se alcune disposizioni della Direttiva favorivano le offerte pubbliche –ad esempio, la regola di neutralità dell'organo di amministrazione, la regola di neutralizzazione, il diritto di acquisto, l'obbligo di acquisto – altre – a partire dalla stessa regola dell'offerta obbligatoria– potevano addirittura fungere da deterrenti.

Negli anni a seguire è cresciuto l'attivismo degli azionisti, stimolato anche dalle due direttive *Shareholders Rights*, si è ulteriormente rafforzata la tendenza alla concentrazione della proprietà delle società quotate, si è fatto più consistente il ricorso alle *dual-class shares*, si sono accresciuti gli sforzi per promuovere un mercato dei capitali unico a livello europeo. Tutto ciò si è inserito in una realtà di mercato nazionale sempre più chiusa, caratterizzata anche da una prevalenza di investitori esteri nelle operazioni di acquisizione del controllo.

L'indagine condotta dagli estensori del *Paper* fa emergere, tra i molteplici aspetti analizzati, un rapporto inversamente proporzionale tra la crescita della concentrazione della proprietà azionaria e l'andamento delle acquisizioni ostili, le quali naturalmente prediligono un mercato più fluido, in cui i cambiamenti di controllo siano per lo più il risultato di transazioni "amichevoli" tra gli azionisti di controllo storici e i nuovi acquirenti, anziché un mercato rigidamente disciplinato.

Va pure detto che un intervento del legislatore sarebbe auspicabile anche nell'ottica della *Capital Markets Union*. Sebbene nelle riflessioni sui passaggi necessari per arrivare alla ancora fluida (idea di) Unione non sia stata particolarmente considerata la riforma della disciplina delle acquisizioni societarie – per quanto da tempo se ne parli– l'interrelazione tra le tematiche è evidente: per accrescere la competitività e accelerare la circolazione del controllo delle società quotate sui mercati azionari europei, creando un terreno omogeneo in tutti gli stati membri, non si può prescindere da una revisione della, obiettivamente insoddisfacente, disciplina comune dell'Opa.

Per proporre una revisione della disciplina è necessario avere una chiara idea di come essa sia stata applicata. E al riguardo lo studio che si presenta è davvero molto utile. Il lavoro, che si basa su un *database hand collected*, creato appositamente ai fini della ricerca, copre l'intero campo delle offerte promosse nel nostro ordinamento a partire dall'attuazione della Direttiva a oggi.

Vengono in primo luogo analizzate le caratteristiche dei partecipanti alle offerte (par. 3.1 e 3.2) e anche dei consulenti che li hanno assistiti (par. 3.3). Quindi, vengono messe in luce le finalità, quanto meno quelle palesi o comunque riconoscibili, per cui sono state promosse in Italia le offerte pubbliche di acquisto (par. 3.5), con particolare attenzione al fenomeno del delisting che sempre più si presenta come la ragione ultima dell'Opa, il che certamente non appare di grande soddisfazione in un'ottica di mercato (par. 3.4).

I dati riportati all'esito dell'indagine empirica consentono anche una interessante valutazione dei prezzi offerti e quindi dei premi realmente attribuiti (par. 3.6). Utili spunti di riflessione vengono altresì dall'analisi del tasso di adesione (par. 3.7) e dell'andamento in borsa dei titoli prima e dopo l'offerta (par. 3.8). Lo studio ha il pregio di permettere di leggere il fenomeno dell'offerta pubblica in un quadro di lungo periodo, senza limitarsi alle singole operazioni, come sino a ora si è per lo più fatto.

A sedici anni dall'emanazione della Direttiva, è pienamente condivisibile il bisogno sentito dalla Consob, per dir così, di riaprire il dibattito sulle Opa, partendo però non dalle ricordate, classiche, prospettive teoriche di bilanciamento degli interessi in gioco, bensì dalle evidenze raccolte e chiaramente classificate.

Il Paper meritoriamente fornisce, in tal modo, un valido supporto empirico ai ragionamenti più ampi che certamente ne seguiranno, fotografando accuratamente lo "stato di salute" della normativa sulle offerte pubbliche in Italia.



# 1 La Direttiva Opa e l'“armonizzazione” della disciplina europea in materia di offerte pubbliche di acquisto

Le offerte pubbliche di acquisto si affermano nei primi anni '50 del secolo scorso, principalmente negli Stati Uniti, come strumento di sollecitazione del mercato per l'acquisizione di partecipazioni di società quotate anche attraverso accordi privati tra investitori e amministratori della società *target*<sup>1</sup>.

In un contesto di mercato come quello statunitense, caratterizzato da società quotate con azionariato diffuso, il crescente ricorso a tale forma di acquisizione di rilevanti quote partecipative contribuì ben presto a comportare una situazione di grave incertezza nelle dinamiche del “controllo societario”, con inevitabili ripercussioni sulla stabilità del mercato. In assenza di regole *ad hoc*, infatti, la carenza delle informazioni a disposizione della società bersaglio e della generalità degli investitori precludeva radicalmente la possibilità di valutare i termini dell'iniziativa, impedendo perciò agli azionisti dell'Emittente di contrastare o assecondare l'offerta con consapevolezza ed al mercato nel suo complesso di operare scelte razionali.

Da qui lo sviluppo di un ampio dibattito dottrinale<sup>2</sup> e la spinta verso l'adozione di regole che ordinassero lo svolgimento di tali offerte, definendone termini e modalità e stabilendo specifici diritti e doveri a carico delle imprese acquisitrici e destinatarie, nonché le prerogative degli azionisti di minoranza e le misure difensive a disposizione dei gestori della società bersaglio<sup>3</sup>.

La dottrina, in particolare, ha evidenziato che un sistema “ottimale” di regole materia dovrebbe essere in grado di bilanciare due obiettivi, talvolta in tensione tra loro: la promozione e lo sviluppo di un mercato efficiente per il controllo societario, favorendo dunque trasferimenti del controllo in grado di generare valore, e la protezione degli azionisti di minoranza dal pericolo di estrazione di benefici economici privati da parte degli offerenti, degli azionisti di maggioranza ovvero dei loro amministratori<sup>4</sup>.

1 Più risalente nel tempo è la questione teoretica della necessità o meno di una disciplina civilistica delle offerte al pubblico. In proposito, i primi dibattiti dottrinali in materia risalgono già alla prima metà del Novecento, sulla spinta dell'incipiente sviluppo dell'economia di massa e dei sistemi di produzione industriale. In Italia, in senso favorevole all'introduzione di una disciplina del fenomeno, v. A. SCIALOJA, 1902; *contra* l'opinione di Vittorio Scialoja, ricordata in PANDOLFELLI G., SCARPELLO G., STELLA RICHTER M., DALLARI G., 1942.

2 Per la letteratura internazionale, si vedano *ex multis*, SOUTHER, 2016; STRASKA e WALLER, 2014; CUÑAT, 2012; BRIS e CABOLIS, 2008; MARTYNOVA e RENNEBOOG, 2008; ROSSI e VOLPIN, 2004; NENOVA, 2003; DEANGELO e RICE, 1983; GROSSMAN e HART, 1980.

3 In risposta a un'ondata di tentativi di acquisizione coercitiva ostile, l'ordinamento statunitense adottò nel 1968 il *Williams Act*, al precipuo scopo di proteggere gli azionisti della società bersaglio da acquisizioni ostili, andando così a colmare le lacune del diritto societario federale e statale vigenti non applicabili alle offerte pubbliche di acquisto (per una ricostruzione più approfondita si veda, tra i tanti, SAUTTER, 2015). Parallelamente, in Inghilterra, nello stesso anno veniva istituito il *Takeover Panel* ed emanato il *City Code on Takeovers and Mergers*, “in response to mounting concern about unfair practice”, riflettendo il parere collettivo degli operatori del settore delle acquisizioni e così creare un quadro “ordinato” per l'esecuzione delle stesse, in un'ottica di protezione tanto degli investitori quanto degli azionisti della società *target*, attraverso l'introduzione del principio di parità di trattamento durante l'offerta (per un maggiore approfondimento si veda LEE, 1982).

4 McCAHERY, 2004; BERGLÖF e BURKART, 2003; WANG e LAHR, 2017

Per tale ragione, gli studi economici e giuridici, sia di natura puramente teorica sia fondati sull'analisi empirica di dati<sup>5</sup>, sino ad ora compiuti si sono alternativamente concentrati sulla funzionalità della regola dell'offerta obbligatoria<sup>6</sup>, come disposizione chiave in una *Takeover Regulation*, ovvero sull'impatto di una maggiore diffusione della proprietà, dei diritti di *squeeze-out* come di quelli di *sell-out* e della regola di neutralità nella regolamentazione delle acquisizioni<sup>7</sup>.

Tale dibattito trova ampio riflesso anche nella disciplina euro-unitaria, che in questa materia ha introdotto regole armonizzate con la c.d. Direttiva Opa (2004/25/CE).

La citata Direttiva, in particolare, ha imposto agli Stati membri di rivedere ovvero di implementare le regole in tema di offerte pubbliche di acquisto<sup>8</sup>, fondandole su principi generali (*Articolo 3* della Direttiva) quali la parità di trattamento degli azionisti della società destinataria, la tutela degli azionisti di minoranza, la trasparenza informativa, l'equilibrio tra le forze in campo e la salvaguardia dell'interesse sociale dell'emittente, il tutto al fine di garantire un'adesione più consapevole da parte dei soggetti destinatari dell'offerta.

In applicazione di tali principi, la Direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto ha prescritto i presupposti che fanno sorgere l'obbligo di offerta, regole sul prezzo dell'offerta, disciplinando inoltre il procedimento d'Opa e le comunicazioni da fornire nel contesto delle offerte pubbliche e attribuendo specifici compiti e poteri alle Autorità di vigilanza nazionali.

Passando brevemente in rassegna i punti salienti della Direttiva, va menzionata anzitutto l'imposizione a tutti gli Stati membri della previsione di un'ipotesi di offerta obbligatoria, fondata sul principio di parità di trattamento. In particolare, all'*Articolo 5* si prevede che *"Gli Stati membri provvedono a che, qualora una persona fisica o giuridica, per effetto di propri acquisti o dell'acquisto da parte di persone che agiscono di concerto con essa, detenga titoli di una società di cui all'articolo 1, paragrafo 1, che, sommati ad una partecipazione già in suo possesso e ad una partecipazione di persone che agiscono di concerto con essa, le conferiscano, direttamente o indirettamente, diritti di voto in detta società in una percentuale tale da esercitare il controllo della stessa, detta persona sia tenuta a promuovere un'offerta per tutelare gli azionisti di minoranza di tale società. L'offerta è promossa quanto*

5 Da ultimo il recente studio (2017) di WANG, Y. e LAHR, H., *op. cit. sub nota 4*, le cui formulazioni teoriche si sono basate sulla raccolta manuale dei dati sulle offerte pubbliche di acquisto.

6 ROSSI S. e VOLPIN P., 2004, *op. cit. sub nota 2*; NENOVA T., 2003, *op. cit. sub nota 2*; BEBCHUK, 1994.

7 ARMOUR, 2007; BEBCHUK, 2002; YARROW, 1985.

8 È bene ricordare che il campo di applicazione della Direttiva OPA, rinvenibile nel combinato disposto dell'articolo 1, paragrafo 1 e articolo 2, paragrafo 1, lettere a) ed e), è limitato alle offerte pubbliche di acquisto: volontarie, obbligatorie, *"strumentali o successive all'acquisizione del controllo"* (definito, quest'ultimo, dal diritto nazionale della società emittente); - aventi ad oggetto "titoli" (ossia valori mobiliari trasferibili che conferiscono diritto di voto) emessi da una società avente sede legale in uno degli Stati membri e ammessi, per la totalità o per una parte, alla negoziazione su un mercato regolamentato in uno o più degli Stati membri.

*prima ed è indirizzata a tutti i possessori dei titoli per la totalità delle loro partecipazioni, al prezzo equo definito nel paragrafo 4". Il "prezzo equo" d'offerta, elemento pivotale della disciplina, per il legislatore europeo deve essere almeno pari al "prezzo massimo pagato per gli stessi titoli dall'offerente, o da persone che agiscono di concerto con lui, in un periodo, che spetta agli Stati membri determinare, di non meno di sei e non più di dodici mesi antecedenti all'offerta di cui al paragrafo 1." (Articolo 5, par. 4).*

Gli Stati membri hanno dovuto inoltre sancire l'obbligo di rendere immediatamente pubblica la decisione di promuovere un'offerta e di informarne l'Autorità di vigilanza, potendo richiedere che quest'ultima sia informata prima che la decisione sia resa pubblica. Non appena l'offerta sia stata resa pubblica, gli organi di amministrazione della società emittente e dell'offerente ne informano i rappresentanti dei lavoratori o, in mancanza di rappresentanti, i lavoratori stessi.

Viene resa obbligatoria per tutti gli Stati membri la predisposizione da parte dell'Offerente di un documento d'offerta – da rendersi pubblico in tempo utile – contenente le informazioni necessarie affinché i possessori di titoli della società emittente possano decidere in merito alla stessa con cognizione di causa. Il documento d'offerta deve essere approvato dall'Autorità, che ne valuta la corrispondenza a quanto richiesto dalla legge, per poi essere pubblicato e, all'esito, trasmesso alle parti interessate (organi amministrativi della società bersaglio e ai rappresentanti dei lavoratori, ovvero in mancanza, ai lavoratori stessi).

La Direttiva stabilisce altresì gli elementi minimi, comuni agli Stati membri, di cui si deve comporre il documento d'offerta (*Articolo 6, par. 3*), indifferentemente dalla tipologia di quest'ultima<sup>9</sup>.

Con riferimento alle così dette "difese di fronte all'Offerta", la Direttiva pone una regola di passività (anche detta *board passivity rule* o *board neutrality rule*) per le difese successive alla promozione dell'Offerta (*Articolo 9*) e una regola di neutralizzazione (o *breakthrough rule*) per le difese preventive (*Articolo 11*).

9 "Il documento di offerta di cui al paragrafo 2 contiene almeno le seguenti indicazioni: a) il contenuto dell'offerta; b) l'identità dell'offerente ovvero, se l'offerente è una società, la forma, la denominazione e la sede legale della medesima; c) i titoli o, se del caso, la o le categorie di titoli oggetto dell'offerta; d) il corrispettivo offerto per titolo o per categoria di titoli e, in caso di offerte di acquisto obbligatorie, il metodo di valutazione applicato per determinare detto corrispettivo, nonché le modalità di corresponsione; e) l'indennizzo offerto per i diritti che potrebbero essere soppressi a seguito della regola di neutralizzazione di cui all'articolo 11, paragrafo 4, specificando le modalità di pagamento della compensazione e il metodo impiegato per determinarla; f) le percentuali o le quantità massime e minime di titoli che l'offerente si impegna ad acquistare; g) l'indicazione di eventuali partecipazioni detenute dall'offerente, e dalle persone che agiscono di concerto con lo stesso, nella società emittente; h) tutte le condizioni alle quali l'offerta è subordinata; i) le intenzioni dell'offerente per quanto riguarda l'attività futura dell'attività della società emittente e, in quanto sia influenzata dall'offerta, della società offerente e quanto al mantenimento del suo personale e dei suoi amministratori, compresa qualsiasi modifica sostanziale delle condizioni occupazionali. (...); j) i termini entro i quali l'offerta deve essere accettata; k) qualora nel corrispettivo offerto dall'offerente siano inclusi titoli di qualsivoglia natura, informazioni relative a tali titoli; l) le informazioni sul finanziamento dell'operazione da parte dell'offerente; m) l'identità delle persone che agiscono di concerto con l'offerente o con la società emittente, e, se si tratta di società, la loro forma, ragione sociale e sede legale, e i loro rapporti con l'offerente e, se possibile, con la società emittente; n) l'indicazione della legislazione nazionale che disciplinerà i contratti stipulati tra l'offerente ed i possessori di titoli della società emittente e derivanti dall'offerta, e le giurisdizioni competenti."

Si menzionano, infine, gli *Articoli 15 e 16*, sul Diritto di acquisto<sup>10</sup> e sull'Obbligo di acquisto<sup>11</sup>, che prevedono, nel primo caso, il diritto del socio dominante di conseguire "forzosamente" la proprietà della totalità dei titoli dell'emittente attributivi di diritti di voto, a cui si contrappone il relativo obbligo di vendere da parte degli azionisti rimasti a comporre un flottante rarefatto a seguito di offerta totalitaria<sup>12</sup>; nel secondo caso, il diritto potestativo degli azionisti non aderenti all'offerta totalitaria di vendere i propri titoli, liberandosi della posizione di titolari di strumenti finanziari ormai illiquidi<sup>13</sup>.

La Direttiva Opa, come sottolineato da tutti i commentatori, presenta un carattere certamente compromissorio, non fosse altro che per riflesso del suo difficoltoso *iter* di approvazione<sup>14</sup>, che ha portato all'elaborazione di uno schema normativo fondato su facoltà e opzioni sui punti più controversi. Attraverso il riconoscimento a favore di ogni Stato membro della possibilità di scegliere se dare o

- 10 *Articolo 15, par. 2* "Gli Stati membri provvedono a che un offerente possa esigere da tutti i possessori dei restanti titoli di vendergli tali titoli ad un giusto prezzo. Gli Stati membri introducono questo diritto in uno dei seguenti casi: a) quando l'offerente detiene titoli che rappresentano non meno del 90 % del capitale con diritto di voto e del 90 % dei diritti di voto della società emittente, oppure b) quando l'offerente ha acquistato o si è impegnato contrattualmente ad acquistare, dopo aver accettato l'offerta, titoli che rappresentano non meno del 90 % del capitale con diritto di voto della società emittente e del 90 % dei diritti di voto compresi nell'offerta. Nel caso di cui alla lettera a), gli Stati membri possono fissare una soglia più elevata che comunque non deve superare il 95 % del capitale con diritto di voto e il 95 % dei diritti di voto.", par. 4 "Se l'offerente intende esercitare il diritto di acquisto, deve farlo entro tre mesi dallo scadere del termine di cui all'articolo 7 entro il quale deve essere accettata l'offerta."; par. 5. "Gli Stati membri provvedono a che sia garantito un giusto prezzo. Tale prezzo assume la stessa forma del corrispettivo proposto nell'offerta o è costituito da contanti."
- 11 *Articolo 16, par. 2* "Gli Stati membri provvedono a che il detentore dei restanti titoli possa esigere che l'offerente acquisti i suoi titoli da lui a un giusto prezzo e alle stesse condizioni definite all'articolo 15, paragrafo 2."
- 12 L'istituto del diritto di acquisto si colloca nel solco di un sistema di norme che assegna rilevanza societaria all'esistenza di un mercato efficiente, in grado di valorizzare adeguatamente i titoli della società e di offrire un *exit* ai soci di minoranza non aderenti all'offerta totalitaria originariamente lanciata. È la compressione della liquidità del titolo, che agisce come evento, a condurre all'estinzione del rapporto sociale, in senso analogo – ma "speculare" quanto agli effetti- agli istituti dell'obbligo di acquisto e del diritto di recesso.
- 13 Per un approfondimento sull'evoluzione storico-normativa dei due istituti *pre* e *post* recepimento nell'ordinamento italiano della Direttiva OPA, nonché per un'indagine sulle ragioni economiche che giustificano il riconoscimento dell'obbligo e del diritto di acquisto e degli elementi costitutivi delle due fattispecie, si veda L. MARCHEGIANI, 2011, p. 225-256.
- 14 L'idea di introdurre una regolamentazione comune delle offerte pubbliche di acquisto è frutto di oltre un ventennio di dibattiti e di presentazione di vari progetti europei, iniziati negli anni '70 del secolo scorso. In quegli anni, infatti, la Commissione Europea, preso atto della crescente importanza del fenomeno delle acquisizioni societarie, nonché della profonda differenza tra le discipline esistenti in materia negli Stati membri (come evidenziato dal rapporto sullo stato delle legislazioni nazionali in materia affidato nel 1974 a Robert Pennington), manifestava l'assoluta necessità di un'azione di riavvicinamento. A tale scopo, nel 1985, veniva istituito un primo gruppo di studio con il compito di predisporre uno schema di direttiva. Seguivano proposte di Direttiva per diverse ragioni osteggiate dai vari Stati membri (per un'approfondita ricostruzione sui lavori preparatori, si veda RAZZANTE, 2010). In esito alle numerose obiezioni mosse dagli Stati membri, nel 1993 la Commissione dava avvio a una procedura di consultazione degli Stati membri, finalizzata a conoscerne gli orientamenti circa la necessità di procedere all'armonizzazione delle normative "interne". Al termine della consultazione risultava che la maggior parte degli stessi Stati membri si era dichiarato favorevole all'adozione di una direttiva, la quale, però, si limitasse a stabilire i principi generali della disciplina. Nonostante ciò, ci sono voluti successivi undici anni, svariate ulteriori proposte di Direttiva, interminabili modificazioni ed emendamenti di queste, per giungere, il 21 aprile 2004, all'approvazione unanime degli Stati membri dello schema di direttiva poi emanato.

meno attuazione ad alcune previsioni che incidono sulla contendibilità del controllo<sup>15</sup>, ovvero lasciando la possibilità di fornire a livello nazionale definizioni fondamentali<sup>16</sup>, si è certamente favorito la convergenza su un testo comune, sebbene a scapito di una più forte armonizzazione delle regole, di guisa che l'assetto normativo degli Stati membri dell'Unione si presenta soltanto in linea teorica unitario, presentando in realtà differenze non trascurabili<sup>17</sup>.

L'evoluzione della prassi nel quindicennio trascorso dall'emanazione della Direttiva ha poi – come spesso accade – mostrato taluni limiti della disciplina. Offerte sempre più complesse strutturalmente e il crescente attivismo degli azionisti<sup>18</sup> creano, infatti, situazioni nelle quali le regole della Direttiva Opa non sono prive di margini di ambiguità, lacune, quando non vere e proprie soluzioni non congruenti con gli obiettivi del legislatore.

## 2 Quadro normativo italiano *post* recepimento della Direttiva Opa

La direttiva 2004/25/CE è stata recepita nell'ordinamento italiano<sup>19</sup> con il d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229, il quale si è innestato sull'impianto normativo compiutamente delineato dal Testo Unico della Finanza, successivamente oggetto di ulteriori interventi legislativi come il d. l. 29 novembre 2008, n. 185, convertito in

15 Si pensi ad esempio agli articoli sulle misure difensive e sul voto multiplo. A mero titolo esemplificativo, con riguardo alle misure difensive si ricorda che a norma dell'Articolo 12, gli Stati membri possono riservarsi il diritto di non esigere che le società con sede nel loro territorio applichino la *board passivity rule* e la *breakthrough rule*, precisando altresì che nell'ipotesi di *opt-out* dello Stato membro, si deve lasciare la facoltà, reversibile, alle società di aderire a tali regole difensive.

16 Ci si riferisce alla determinazione della soglia di controllo generale e alla portata delle esenzioni dall'obbligo di offerta. Si ricorda, infatti, che al fine di integrare il presupposto dell'obbligo di offerta, gli Stati membri sono stati lasciati liberi di determinare cosa si intenda per partecipazione di "controllo", così come anche nella definizione dei criteri di determinazione del prezzo "equo" in un'offerta obbligatoria.

17 Come mostrano i dati della *CMS Guide to Mandatory Offers and Squeeze-outs* pubblicati nell'aprile 2017, ovvero ancora i dati utilizzati nell'analisi condotta da WANG, Y., LAHR, H. nell'opera citata *sub. nota* 4.

18 Stimolato dallo stesso legislatore europeo da ultimo nel 2017 con la *Shareholder Rights Directive II*.

19 Il sistema normativo italiano in materia di offerte pubbliche di acquisto è andato incontro, nel tempo, a molteplici trasformazioni sussumibili in quattro fasi. A partire dagli anni '70 del secolo scorso, stante l'assenza di disciplina e lo scarso utilizzo di tale strumento, la prima fase è caratterizzata dalla definizione normativa della fattispecie introdotta nel nostro ordinamento dall'art. 18 del d.l. 8 aprile 1974, n. 95, convertito con modifiche in l. 7 giugno 1974, n. 216; nonché l'estrema lacunosità di tale definizione ha indotto parte della dottrina ad affermare che "la disposizione si riferisce all'offerta pubblica di acquisto, ma non ne detta una disciplina" (così, CASTELLANO, 1975). Una seconda fase risulta caratterizzata dal proliferarsi di proposte di legge atte a delineare una disciplina completa in tema di offerte pubbliche di acquisto, che ha portato all'emanazione della l. n. 149 del 1992, la quale per prima introdusse una normativa quasi completa del fenomeno dell'Opa e sulle limitazioni alle tecniche difensive contro di essa applicabili. La terza fase coincide con l'abrogazione della l. n. 149 del 1992 e l'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza, che pur ereditando dal previgente impianto normativo alcuni caratteri fondamentali, quali l'obbligo di lanciare l'offerta nel caso di trasferimento di controllo della società bersaglio ed una regolamentazione dettagliata dell'*iter* formale dell'offerta a garanzia degli oblati e dell'efficienza del mercato, ha introdotto novità di rilievo in merito all'offerta pubblica obbligatoria ed all'offerta pubblica preventiva totale e parziale demandando altresì alla Consob l'adozione delle discipline secondarie. La quarta e ultima fase coincide con il periodo dal *post* emanazione della Direttiva OPA ad oggi.

legge 28 gennaio 2009, n. 2 (di seguito, "Decreto anticrisi")<sup>20</sup>, il d. l. 10 febbraio 2009, n. 5, convertito in legge 9 aprile 2009, n. 33 (di seguito, "Decreto incentivi")<sup>21</sup>, nonché il d. lgs. 25 settembre 2009, n. 1469 (di seguito, "Decreto correttivo")<sup>22</sup>.

In linea generale, i capisaldi della disciplina rimangono invariati: continuano a trovare cittadinanza nel nostro ordinamento, dunque, le regole di equo e pari trattamento, di *business standard*, di neutralizzazione (che, anzi, ne esce rafforzata) e di passività, nonché il principio fondamentale della trasparenza informativa<sup>23</sup>.

È stato altresì confermato, all'art. 101-ter TUF, che "*La Consob vigila sulle offerte pubbliche di acquisto o di scambio in conformità alle disposizioni del presente capo.*", così consolidandone il ruolo e i relativi poteri in materia.

Tra le importanti novità introdotte nell'impianto normativo italiano per effetto del recepimento della Direttiva europea, si evidenziano di seguito, in estrema sintesi, le più significative ai fini che qui ci occupano.

Primariamente, in ordine al procedimento d'offerta, rispetto al passato, è stata prevista una scissione temporale tra "la comunicazione" al pubblico e la "promozione" dell'offerta (mediante presentazione all'Autorità competente del documento destinato alla pubblicazione). È stata inoltre introdotta la previsione di un termine decadenziale – venti giorni dalla comunicazione di cui all'art. 102, comma 1 TUF – per il deposito del documento d'offerta presso la Consob, pena l'irricevibilità dello stesso e l'improponibilità, nei successivi dodici mesi, di un'ulteriore offerta avente a oggetto prodotti finanziari del medesimo emittente. Si segnala, altresì, l'introduzione della regola inderogabile dell'irrevocabilità dell'offerta<sup>24</sup>.

20 L'art. 13 del Decreto anti-crisi ha modificato il quadro delle misure difensive da assumersi in pendenza di un'offerta pubblica di acquisto, consentendo alle società italiane di scegliere in via statutaria se essere o meno contendibili. Detto Decreto è intervenuto altresì sulla procedura di applicazione delle misure difensive, prevedendo la non più necessaria competenza dell'assemblea straordinaria della società emittente in applicazione della clausola di reciprocità, essendo sufficiente una generica delibera assembleare, purché emanata almeno diciotto mesi prima che l'offerente abbia dato comunicazione della intenzione di promuovere l'offerta.

21 Al fine di rafforzare "gli strumenti di difesa da manovre speculative", ha apportato modifiche al TUF, in materia di Opa da consolidamento e trasparenza proprietaria, e al codice civile, riguardo la disciplina dell'acquisto di azioni proprie.

22 Per una panoramica sui principali correttivi all'impianto *post* recepimento della Direttiva OPA, si veda Consob, Quadro normativo in materia di Opa, in Allegato n.3., Recepimento della direttiva 2004/25/ce del parlamento europeo e del consiglio e revisione della regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio, Consultazione emittenti del 06 ottobre 2010.

23 RAZZANTE R., 2010.

24 Tale regola, prevista all'art. 103 TUF comma 1, prevede espressamente, per la prima volta, che "l'offerta è irrevocabile" e che "ogni clausola contraria è nulla", fermo il principio della parità di condizioni (c.d. *equal opportunity rule*) per tutti i titolari dei prodotti finanziari oggetto d'offerta. Questa regola segna un passaggio importante per la disciplina di settore, andando a prevenire spregiudicati esercizi speculativi della disciplina in analisi. Si ricollega a questa necessità, anche la disciplina delle condizioni – sospensive o risolutive – che l'Offerente può apporre. Queste sono infatti da ritenersi ammissibili unicamente nel caso in cui non vadano a vanificare i principi cardine, tra cui, per l'appunto e anche, quello di irrevocabilità, della disciplina Opa.

Altre modifiche importanti sono riconducibili alla disciplina delle offerte obbligatorie. Sono state mantenute le soglie di rilevanza al 30%<sup>25</sup> dei titoli con diritto di voto per la promozione obbligatoria di offerta pubblica, seppure con estensione della nozione di partecipazione di cui all'art. 105, comma 2, TUF, ricomprendendo anche gli strumenti finanziari derivati.

È stata ampliata la nozione di acquisto di concerto attraverso la definizione generale di *"persone che agiscono di concerto"*, affiancata da una clausola generale che individua i concertisti tra *"i soggetti che cooperano fra loro al fine di ottenere il controllo della società emittente"*<sup>26</sup> e di una delega regolamentare alla Consob di individuare ipotesi di presunzioni relative di concerto (oltre a quelle assolute sostanzialmente confermate) e casi nei quali la cooperazione non configura un'azione di concerto.

È stato recepito un nuovo criterio di determinazione del prezzo minimo<sup>27</sup> di promozione di un'Opa obbligatoria che non tiene più conto degli andamenti di mercato del titolo oggetto d'offerta.

Sempre in tema di offerte obbligatorie, vengono inasprite le conseguenze del mancato adempimento dell'obbligo di promuovere un'Opa, prevedendo, in alternativa all'alienazione dei titoli eccedenti la percentuale indicata dall'articolo 106 del TUF, il potere della Consob di imporre comunque l'effettuazione di un'offerta al prezzo da essa stabilito.

25 Nelle società diverse dalle PMI l'offerta obbligatoria è promossa anche da chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 25% in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata. È stata altresì introdotta la facoltà di deroga statutaria della soglia di rilevanza del 30% per le PMI, precisando che, ad ogni modo, la soglia statutaria non può essere inferiore al 25%, né superiore al 40%.

26 Con questa nuova formulazione il legislatore non si era più limitato a enumerare una serie di relazioni intersoggettive – pressoché coincidenti con quelle contemplate nel vecchio testo dell'art. 109 TUF- da cui presumere il concerto, bensì attraverso la previsione della citata clausola generale, sembrava rimandare ad ogni tipologia di cooperazione, anche non formalizzata – tanto da suscitare il dubbio in autorevoli interpreti (v. LIBONATI, 2009, p.314) che tale nozione non differisse di molto da quella della pratica concertata del diritto *antitrust*-, restituendo centralità al momento del coordinamento in funzione di un'acquisizione, ovvero di stabilizzazione del governo societario. Altra novità importante, introdotta dal d.lgs. n. 229/2007, riguarda l'ammissibilità del cumulo delle fattispecie rilevanti: si stabiliva, infatti, che, ai fini dell'obbligo solidale di offerta (o di acquisto), le fattispecie tipiche individuate dall'art. 101-bis assumevano rilievo *"anche congiuntamente, limitatamente ai soggetti che detengono partecipazioni"*, e ciò al fine di circoscrivere l'ambito di applicazione del c.d. concerto grosso, in modo tale da escludere dal novero dei concertisti, quei soggetti legati da vincoli o da relazioni non partecipanti al capitale dell'emittente, allorché l'aggregazione delle azioni oltre le soglie sia la conseguenza di un'applicazione congiunta delle singole ipotesi tipiche di concerto contemplate dal legislatore (si veda in questo senso G. GUIZZI- A. TUCCI, 2011, p.256 e ss.). Sull'impostazione previgente – affatto radicalmente diversa da quella prospettata con la novella legislativa del 2007- si veda *ex multis*, FERRO-LUZZI, 2002).

27 Il prezzo minimo è ora previsto, ai sensi dell'art. 106 TUF, in misura non "inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'art. 102, comma 1, per acquisti di titoli della medesima categoria". Rimane il criterio del prezzo non inferiore al valore medio ponderato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile, qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo indicato ovvero, in mancanza di acquisti a un prezzo più elevato, in caso di superamento della soglia relativa ai diritti di voto per effetto della maggiorazione di voto ai sensi dell'art. 127-quinquies. Resta ferma per la Consob, la possibilità di imporre un prezzo più alto qualora ciò sia necessario per la tutela degli investitori, nell'ipotesi in cui si ravvisi una collusione tra offerente e i "soci venditori" della Emittente.

Altrettanto rilevanti sono il diritto di *Sell-Out* a favore degli azionisti di minoranza<sup>28</sup> che possono così "liberarsi", anche ad Offerta conclusa, da un contesto sociale che ha subito un radicale cambiamento del controllo; il diritto di acquisto o *Squeeze Out* in favore dell'Offerente<sup>29</sup>; nonché il divieto di formulare offerte discriminatorie<sup>30</sup>.

Tra i principali interventi regolamentari si ricordano i provvedimenti del 2011 in ordine alle misure volte a correggere gli effetti della *pressure to tender* (i.e. la disciplina della riapertura dei termini delle offerte e valutazione degli amministratori indipendenti dell'emittente sull'offerta con l'introduzione dell'art. 39-*bis* RE), da inserirsi nella più generale ridefinizione e puntualizzazione della disciplina regolamentare del contenuto del documento di offerta oltre che dei Comunicati ai sensi dell'art. 102 e 103 TUF; al computo degli strumenti finanziari derivati per il calcolo della soglia dell'Opa obbligatoria; all'introduzione di presunzioni positive e negative dell'azione di concerto<sup>31</sup>; alle esenzioni in caso di operazioni di fusione/scissione o per salvataggio; ovvero gli interventi del 2013 volti al rafforzamento del regime di trasparenza (revisione artt. 38, 39, 47-*bis* e - *sexies*, RE).

Vanno infine menzionate le norme che disciplinano le offerte pubbliche di acquisto riguardanti i titoli quotati nell'AIM<sup>32</sup>.

AIM Italia è un MTF (*Multilateral Trading Facility*) non sottoposto direttamente alla vigilanza dell'Autorità di Controllo. Ciò non preclude, invero, l'applicabilità della disciplina generale in materia di offerte pubbliche, atteso che ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. v) TUF l'applicazione della normativa Opa non

28 Tale diritto, previsto all'art. 108 TUF rubricato "Diritto di acquisto", prevede che l'offerente che venga a detenere, a seguito di un'offerta pubblica totalitaria, una partecipazione almeno pari al 95% del capitale rappresentato da titoli in una società quotata ovvero una partecipazione del 90% se, entro tre mesi dalla conclusione dell'Opa non sia ripristinato il flottante, ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta.

29 S'intende, ai sensi dell'art. 111 TUF, il diritto dell'Offerente di acquistare i titoli residui entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, a condizione che abbia dichiarato di volersene avvalere nel documento d'offerta e che sia venuto a detenere, a seguito di offerta pubblica totalitaria, una partecipazione almeno pari al 95% del capitale rappresentato da titoli.

30 La legge non determina quale debba essere il contenuto essenziale dell'offerta, lasciando tale compito alla discrezionalità regolamentare dell'Autorità di settore. È comunque sufficientemente chiaro l'intento dello stesso di imporre all'Offerente di esplicitare nel documento d'offerta tutte le indicazioni utili agli investitori per esprimere un fondato giudizio sull'offerta stessa.

31 Tali interventi regolamentari hanno fatto seguito alla novella legislativa del 2009 (con il c.d. decreto "correttivo" - d.lgs. n. 146/2009), la quale, pur mantenendo l'impianto generale del 2007, ha definito in termini più netti la clausola generale introdotta in tema di azione di concerto, da individuarsi non già nella mera "cooperazione per il controllo dell'emittente", bensì solo come una cooperazione che trovi fondamento in un "accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace" e sia diretta a incidere sulla contendibilità dell'emittente. Il Decreto correttivo ha, altresì, introdotto un regime di presunzione assoluta di azione di concerto per i soggetti astretti dalle relazioni già a suo tempo considerate dall'art. 109 TUF, pur introducendo un potere regolamentare della Consob di individuazione dei casi "per i quali si presume che i soggetti coinvolti siano persone che agiscono di concerto" sia dei casi "nei quali la cooperazione tra più soggetti non configura un'azione di concerto".

32 AIM Italia è un mercato studiato per le piccole società, con notevoli facilitazioni nelle procedure di quotazione, obblighi limitati e capitali finanziari disponibili per l'investimento. In fase di ammissione non è richiesta la pubblicazione di un prospetto informativo ai sensi della direttiva prospetti e successivamente non è richiesta la pubblicazione dei resoconti trimestrali di gestione. L'AIM Italia si basa su una figura chiave, il *Nominated Adviser (Nomad)*, che è responsabile nei confronti di Borsa Italiana di valutare l'appropriatezza della società ai fini dell'ammissione e in seguito di assisterla, guidarla e accompagnarla per tutto il periodo di permanenza sul mercato AIM.



presuppone che i titoli oggetto di offerta siano quotati in un mercato regolamentato, ma che l'offerta riguardi prodotti finanziari e sia rivolta ad almeno 150 soggetti per un corrispettivo totale di almeno 8.000.000 euro.

Più complessa è la questione riguardante l'applicabilità ai titoli negoziati nell'AIM delle previsioni che regolano le offerte obbligatorie, l'Opa parziale preventiva, nonché il diritto e l'obbligo di acquisto, atteso che tali previsioni si applicano solamente *"alle società italiane con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani"* (art. 101-ter TUF).

Le evidenze empiriche attestano la realizzazione di offerte "obbligatorie", o più propriamente di offerte "statutarie" successive al superamento della soglia rilevante, anche sui titoli negoziati nell'AIM; e ciò in applicazione delle disposizioni del Regolamento (emittenti) di Borsa Italiana (d'ora in avanti Regolamento AIM)<sup>33</sup>, il quale subordina l'ammissione in AIM, tra le altre cose, all'inserimento in statuto delle previsioni in tema di offerte pubbliche di acquisto (art. 6-bis Regolamento AIM) e che, più puntualmente, nella "Scheda Sei" prevede che *"A partire dal momento in cui le azioni emesse dalla Società sono ammesse alle negoziazioni sull'AIM Italia, si rendono applicabili per richiamo volontario ed in quanto compatibili le disposizioni (qui di seguito, "la disciplina richiamata") relative alle società quotate di cui al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (qui di seguito, "TUF") ed ai regolamenti Consob di attuazione in materia di offerta pubblica di acquisto e di scambio obbligatoria (limitatamente agli artt. 106 e 109 TUF). (...) Il superamento della soglia di partecipazione prevista dall'art. 106, comma 1 TUF non accompagnato dalla comunicazione al consiglio di amministrazione e dalla presentazione di un'offerta pubblica totalitaria nei termini previsti dalla disciplina richiamata comporta la sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente, che può essere accertata in qualsiasi momento dal consiglio di amministrazione. La disciplina richiamata è quella in vigore al momento in cui scattano gli obblighi in capo all'azionista."*<sup>34</sup>.

Ricordati così, per sommi capi, alcuni dei principi e regole applicabili e la loro evoluzione storico-normativa, il presente lavoro si concentra su un'analisi empirica delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio, obbligatorie e volontarie, ivi incluse quelle definite come "obbligatorie" in base al Regolamento AIM<sup>35</sup>.

33 Nonostante l'omonimia con il Regolamento Emittenti della Consob, la dottrina tende a considerare il Regolamento AIM un mero atto di diritto privato, volto alla disciplina dei rapporti tra Gestore del mercato (Borsa Italiana) e gli Emittenti partecipanti in esso, e dunque privo di vincolatività nei confronti dei terzi né dotato da una veste propriamente regolamentare. Per un maggiore approfondimento sul punto, si vedano VENTORUZZO, 2005; COSTI-ENRIQUES, 2004.

34 Nella stessa Scheda è inoltre previsto che "Il periodo di adesione delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio è concordato con il collegio di probiviri denominato 'Panel'. Il Panel detta inoltre le disposizioni opportune o necessarie per il corretto svolgimento dell'offerta. Il Panel esercita questi poteri amministrativi sentita Borsa Italiana. (...) Il Panel esercita inoltre i poteri di amministrazione dell'offerta pubblica di acquisto e di scambio di cui alla clausola in materia di offerta pubblica di acquisto, sentita Borsa Italiana.". Per la trattazione delle questioni connesse all'implementazione, *in subjecta materia*, di una disciplina legislativa tramite contratto, si veda FORNASARI, 2019.

35 Rivolte, cioè, a un numero di investitori superiore a 150 e che abbia a oggetto prodotti finanziari il cui corrispettivo totale sia superiore ad € 8.000.000, sottoposte alla vigilanza della Consob per quanto attiene allo svolgimento dell'offerta ed al Panel previsto dal Regolamento AIM per quanto attiene al sorgere dell'obbligo.

### 3 Le evidenze raccolte

#### 3.1 Caratteristiche delle offerte

Nel periodo 2007-2019<sup>36</sup> sono state promosse 231 offerte di acquisto (Opa), di scambio (Ops) e miste (Opas)<sup>37 38</sup>. Il 74,9% delle offerte (173 operazioni) è rappresentato da Opa (a cui si può aggiungere il 6,1% - pari a 14 operazioni - rappresentato da obblighi di acquisto<sup>39</sup>, tendenzialmente *cash*<sup>40</sup>) mentre le operazioni con corrispettivo in titoli o parzialmente in titoli contano per il 19,1% (44 operazioni), con forte prevalenza delle prime (13,9%, pari a 32 operazioni su 44).

Tab 1.1 – Tipologia di offerta (numero)

	Obbligo di acquisto		Opa		Opas		Ops		Totale
	Numero	%	Numero	%	Numero	%	Numero	%	
2007	3	10,7%	24	85,7%			1	3,6%	28
2008	2	9,1%	18	81,8%	2	9,1%			22
2009		0,0%	19	73,1%	3	11,5%	4	15,4%	26
2010	2	16,7%	5	41,7%			5	41,7%	12
2011	2	7,4%	14	51,9%	1	3,7%	10	37,0%	27
2012			7	63,6%	1	9,1%	3	27,3%	11
2013			6	66,7%	1	11,1%	2	22,2%	9
2014			10	100,0%					10
2015			7	77,8%			2	22,2%	9
2016			25	96,2%	1	3,8%			26
2017	1	5,9%	12	70,6%	1	5,9%	3	17,6%	17
2018	2	10,5%	14	73,7%	2	10,5%	1	5,3%	19
2019	2	13,3%	12	80,0%			1		15
Totale	14	6,1%	173	74,9%	12	5,2%	32	13,9%	231

36 La ricerca copre la totalità delle Offerte promosse in Italia a partire dal 1° gennaio 2007, con un orizzonte temporale quindi lievemente superiore al periodo di vigenza della nuova disciplina di origine europea (recepita dal decreto legislativo 19 novembre 2007, n. 229). Si sottolinea, comunque, come molte delle offerte promosse nei primi mesi del 2017 presentavano già, su base volontaria, alcune delle principali innovazioni regolamentari della Direttiva Opa (ad esempio con riferimento ai criteri di determinazione del prezzo delle offerte obbligatorie successive), ampiamente note al mercato.

37 Coerentemente con il criterio seguito dalla Consob nella Relazione Annuale, ogni offerta è attribuita all'anno in cui è iniziato il relativo periodo di adesione

38 Nel prosieguo, con il generico termine "offerte" ci si riferisce quindi all'insieme delle Opa, Opas e Ops, sia volontarie che obbligatorie

39 Gli obblighi di acquisto del 2007 comprendono anche le "Opa Residuali", essendo i due istituti sostanzialmente sovrapponibili.

40 Ai sensi dell'art. 108, comma 5, del TUF, il corrispettivo dell'obbligo di acquisto sorto a seguito di una Ops o Opas può essere costituito dai medesimi titoli corrisposti in offerta, salva la possibilità dell'investitore di richiederne l'equivalente monetario (testualmente, art. 108 TUF: "5. Nell'ipotesi di cui al comma 1, nonché nei casi di cui al comma 2 in cui la partecipazione ivi indicata sia raggiunta esclusivamente a seguito di offerta pubblica totalitaria, il corrispettivo assume la stessa forma di quello dell'offerta, ma il possessore dei titoli può sempre esigere che gli sia corrisposto in misura integrale un corrispettivo in contanti, determinato in base a criteri generali definiti dalla Consob con regolamento"). Questi adempimenti a seguito di offerta, tuttavia, non rientrano nella categoria in oggetto, che comprende, invece, solo gli obblighi di acquisto rappresentati da autonomi procedimenti amministrativi, ossia originati da un superamento della soglia rilevante a seguito di acquisti sul mercato o da terze parti.

In termini di controvalore<sup>41</sup>, tuttavia, le Ops rappresentano circa il 32% dell'ammontare complessivo raccolto sul mercato; la dimensione media di una Ops è più che doppia rispetto a quella di un'Opa (494 milioni di Euro contro 189 milioni di Euro), dato per lo più attribuibile al contributo di una offerta di straordinaria dimensione (Ops Luxottica, 2018) e due operazioni di natura atipica (Offerta della Repubblica Argentina su obbligazioni proprie, 2010; Offerta pubblica di scambio e transazione su azioni MPS, 2017).

La lista delle prime dieci operazioni per controvalore (tab. 1.3), infatti, evidenzia che 7 su 10 sono offerte con corrispettivo in denaro.

**Tab 1.2 – Tipologia di offerta (controvalori in milioni di Euro)**

	Obbligo di acquisto		Opa		Opas		Ops		Totale
	Numero	%	Numero	%	Numero	%	Numero	%	
2007	91	1,4%	6.184	97,8%			45	0,7%	6.320
2008	19	0,8%	2.009	81,7%	430	17,5%			2.458
2009			1.250	55,9%	46	2,0%	939	42,0%	2.235
2010	128	3,3%	389	10,1%		0,0%	3.319	86,5%	3.837
2011	17	0,3%	4.664	89,3%	23	0,4%	518	9,9%	5.222
2012			1.315	77,1%	30	1,8%	359	21,1%	1.705
2013			1.407	87,9%	110	6,9%	84	5,3%	1.600
2014			880	100,0%					880
2015			5.685	99,5%			31	0,5%	5.716
2016			2.754	91,2%	265	8,8%			3.019
2017	3	0,1%	850	34,7%	43	1,7%	1.552	63,4%	2.448
2018	142	1,0%	4.625	33,4%	141	1,0%	8.928	64,5%	13.836
2019	200	29,6%	454	67,1%			22	3,3%	677
<b>Totale</b>	<b>601</b>	<b>1,2%</b>	<b>32.465</b>	<b>65,0%</b>	<b>1.088</b>	<b>2,2%</b>	<b>15.800</b>	<b>31,6%</b>	<b>49.953</b>

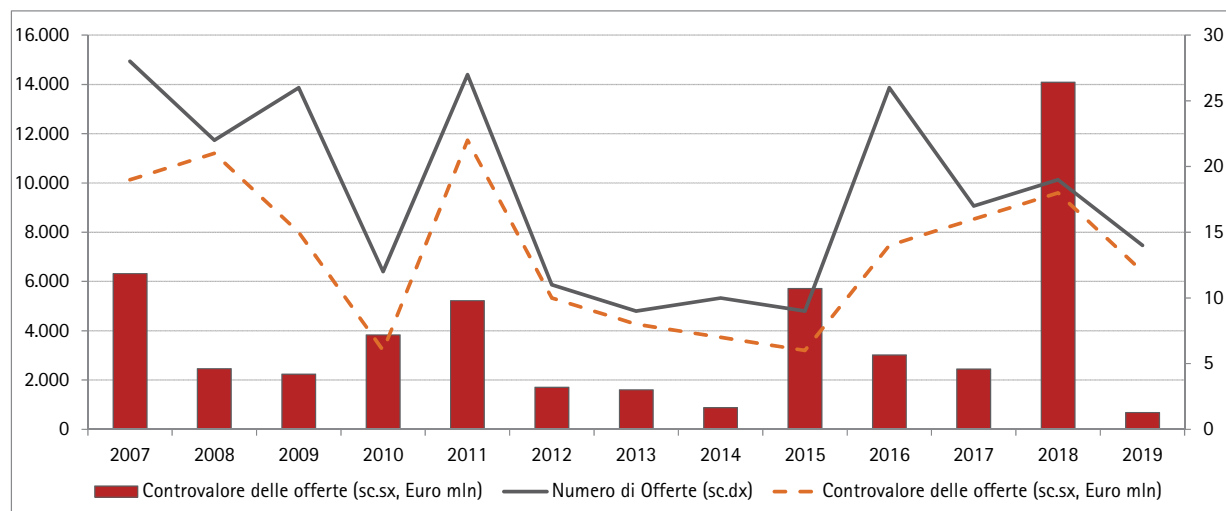
**Tab 1.3 – Prime dieci offerte per dimensione (controvalori in milioni di Euro)**

#	Anno	Offerente	Emittente	Tipologia offerta	Natura offerta	Tipologia strumento	Controvalore Raccolto
1	2018	EssilorLuxottica	Luxottica	Ops	Obbligatoria	Azione ordinaria	8.928.387.200
2	2015	Marco Polo Industrial Holding	Pirelli Et C.	Opa	Obbligatoria	Azione ordinaria	4.568.160.705
3	2007	Swisscom Italia	Fastweb	Opa	Volontaria	Azione ordinaria	3.002.451.227
4	2010	Repubblica Argentina	Repubblica Argentina	Ops	Volontaria	Obbligazione	2.914.110.429
5	2018	Rlg Italia Holding	Yoox Net A-Porter Group	Opa	Volontaria	Azione ordinaria	2.631.484.838
6	2011	Sofil sas	Parmalat	Opa	Volontaria	Azione ordinaria	2.456.347.642
7	2016	Heidelberg Cement France Sas	Italcementi	Opa	Obbligatoria	Azione ordinaria	1.887.848.054
8	2018	2i Towers	Ei Towers	Opa	Volontaria	Azione ordinaria	1.610.955.489
9	2017	Monte dei Paschi di Siena	Monte dei Paschi di Siena	Ops	Volontaria	Azione ordinaria	1.536.000.000
10	2011	Lvmh Moët Hennessy - Louis Vuitton sa	Bulgari	Opa	Obbligatoria	Azione ordinaria	1.419.322.032

41 Nelle offerte su titoli azionari, il controvalore è calcolato tenendo conto anche delle azioni acquistate dall'offerente nell'eventuale riapertura dei termini, nonché nell'eventuale esecuzione dell'obbligo/diritto di acquisto.

Il grafico sottostante (Fig. 1.1) mostra l'evoluzione temporale delle offerte nel periodo in esame. Pare possibile evidenziare tre fasi distinte.

Fig 1.1 – Evoluzione del numero e del valore delle offerte nel periodo 2007-2018



Ad una prima fase (2007-2011) caratterizzata da una attività relativamente intensa (23 offerte in media all'anno), presumibilmente spiegabile con il generalizzato ribasso dei prezzi degli *asset* finanziari durante la Grande Crisi Finanziaria (2007-2008)<sup>42</sup> e la crisi del debito sovrano (2011)<sup>43</sup>, ne ha fatto seguito una seconda (2012-2014) contraddistinta da una minore frequenza (10 offerte in media all'anno). Nel quadriennio 2015-2018, quindi, si riscontra nuovamente una elevata operatività (21 offerte in media all'anno) pur in assenza di un andamento dei mercati fortemente negativo come nella prima fase<sup>44</sup>. Come meglio si analizzerà nel prosieguo (§4.3), dalla lettura dei dati raccolti pare possibile individuare la principale spiegazione di tale operatività in un incremento delle offerte volte al *delisting*, numerose pur in assenza di quel sensibile ribasso delle quotazioni che in teoria potrebbe giustificarle.

Nel corso dell'ultimo anno esaminato si è invece assistito ad una netta inversione di tendenza, con riferimento al numero ma soprattutto ai controvalori (pari a 684 milioni, valore minimo nei dodici anni). Tale rallentamento sembra attribuibile all'incremento *record* delle quotazioni sul mercato secondario (+27% la variazione annuale dell'indice FTSE Italia All-Share), secondo la già richiamata correlazione

42 Si consideri che dal massimo del 2 maggio 2007 al minimo del 9 marzo 2009, l'indice FTSE Italia All-Share ha perso il 70,3%.

43 Come noto, stante la forte correlazione tra prezzi dei titoli di Stato italiani e quotazioni delle banche, nonché il notevole peso di queste ultime sul listino domestico, la crisi del debito sovrano si è riflessa in una profonda contrazione anche dei mercati borsistici. Dall'inizio di febbraio a fine settembre (8 mesi) l'indice FTSE Italia All-Share ha perso circa il 30% del proprio valore.

44 Nel periodo 1° gennaio 2015-31 dicembre 2018, infatti, l'indice FTSE Italia All-Share è rimasto sostanzialmente immutato (-0,6%).

inversa tra offerte e performance di Borsa, declinata in questo caso nel senso di una minor convenienza delle offerte<sup>45</sup> nelle fasi rialziste.

In merito alla natura delle offerte, la Tab. 1.4 e la Tab. 1.5 mostrano una prevalenza, per numero e valore, delle offerte volontarie (pari al 64,1% del numero totale e del 54,3% del controvalore totale) rispetto a quelle obbligatorie<sup>46</sup> (pari al 35,9% e al 45,7%, comprendendo anche gli obblighi di acquisto), dato che tuttavia riflette l'appartenenza alla categoria delle volontarie anche di tutte le offerte su strumenti diversi da titoli azionari (essendo, invece, le offerte obbligatorie limitate alle azioni).

Tab 1.4 – Natura dell'offerta (numero)

	Obbligatorie <sup>(1)</sup>		Volontarie		Totale	Obbligatorie (NO obbl. acq.to)		Volontarie (solo azioni ord.)		Totale
	Numero	%	Numero	%		Numero	%	Numero	%	
2007	14	50,0%	14	50,0%	28	11	68,8%	5	31,3%	16
2008	6	27,3%	16	72,7%	22	4	21,1%	15	78,9%	19
2009	4	15,4%	22	84,6%	26	4	26,7%	11	73,3%	15
2010	3	25,0%	9	75,0%	12	1	25,0%	3	75,0%	4
2011	8	29,6%	19	70,4%	27	6	30,0%	14	70,0%	20
2012	2	18,2%	9	81,8%	11	2	20,0%	8	80,0%	10
2013	4	44,4%	5	55,6%	9	4	50,0%	4	50,0%	8
2014	4	40,0%	6	60,0%	10	4	57,1%	3	42,9%	7
2015	4	44,4%	5	55,6%	9	4	66,7%	2	33,3%	6
2016	10	38,5%	16	61,5%	26	10	71,4%	4	28,6%	14
2017	7	41,2%	10	58,8%	17	6	40,0%	9	60,0%	15
2018	11	57,9%	8	42,1%	19	9	56,3%	7	43,8%	16
2019	6	40,0%	9	60,0%	15	4	40,0%	6	60,0%	10
<b>Totale</b>	<b>83</b>	<b>35,9%</b>	<b>148</b>	<b>64,1%</b>	<b>231</b>	<b>69</b>	<b>43,1%</b>	<b>91</b>	<b>56,9%</b>	<b>160</b>

Nota: (1) include anche obblighi di acquisto

45 Questo legame, inizialmente studiato con riferimento alle offerte finalizzate all'acquisizione del controllo, normalmente promosse a seguito di forti ribassi del titolo *target*, sembra essere applicabile anche alle offerte finalizzate al *delisting*, essendo l'interesse del socio di maggioranza quello di aspettare quotazioni del titolo tali da minimizzare l'esborso del *going private*. Numerosi studi internazionali riscontrano l'esistenza di una significativa correlazione inversa tra gli abbandoni del listino e l'andamento dei corsi azionari, a supporto dell'ipotesi che il *delisting* sia più frequente al ridursi dei prezzi di quotazione (cfr. fra gli altri MACEY, O'HARA, POMPILIO, 2008; YOU, 2008). Questo orientamento, seguito da larga parte della dottrina internazionale, trova le sue radici nella teoria dell'*hot and cold market* di Helwege e Liang, la quale sottolinea come la distribuzione delle IPO tenda a concentrarsi nei periodi in cui il mercato presenta un andamento positivo, ovvero nelle fasi di *hot market*, mentre viceversa si ha un aumento dei *delisting*, nei periodi di mercato al ribasso, *cold market* (cfr. HELWEGEE LIANG, 2004).

46 Tra queste si ricomprendono anche le offerte su titoli negoziati in AIM, successive al superamento della soglia rilevante, le quali sono classificate - per prevalenza della sostanza sulla forma - come "obbligatorie" benché formalmente volontarie. Per un maggiore approfondimento sul tema, si rimanda al §2.

Tab 1.5 – Natura dell'offerta (controvalori in milioni di Euro)

	Obbligatorie <sup>(1)</sup>		Volontarie		Totale	Obbligatorie <sup>(1)</sup> (solo azioni ord.)		Volontarie (solo azioni ord.)		Totale
	Numero	%	Numero	%		Numero	%	Numero	%	
2007	391,1	6,2%	5.929,3	93,8%	6.320,4	299,8	5,6%	5.025,2	94,4%	5.325,0
2008	222,0	9,0%	2.235,9	91,0%	2.457,9	203,3	8,3%	2.235,8	91,7%	2.439,2
2009	145,5	6,5%	2.089,5	93,5%	2.235,0	145,5	17,4%	690,5	82,6%	836,1
2010	139,2	3,6%	3.697,6	96,4%	3.836,8	11,0	3,1%	346,4	96,9%	357,3
2011	1.809,7	34,7%	3.412,6	65,3%	5.222,3	1.792,4	37,6%	2.977,9	62,4%	4.770,3
2012	882,4	51,8%	822,3	48,2%	1.704,7	882,4	62,9%	519,7	37,1%	1.402,1
2013	412,9	25,8%	1.187,5	74,2%	1.600,4	412,9	26,8%	1.129,3	73,2%	1.542,2
2014	599,9	68,2%	279,8	31,8%	879,7	599,9	75,8%	191,9	24,2%	791,8
2015	5.467,0	95,6%	249,5	4,4%	5.716,4	5.467,0	98,8%	67,2	1,2%	5.534,2
2016	2.661,4	88,1%	358,1	11,9%	3.019,4	2.661,4	90,6%	274,9	9,4%	2.936,3
2017	480,8	19,6%	1.966,7	80,4%	2.447,5	478,2	19,6%	1.966,6	80,4%	2.444,9
2018	9.352,6	67,6%	4.483,3	32,4%	13.836,0	9.210,4	67,6%	4.411,2	32,4%	13.621,6
2019	263,9	39,0%	413,0	61,0%	676,9	63,5	14,2%	383,7	85,8%	447,1
Totale	22.828,6	45,7%	27.124,9	54,3%	49.953,5	22.227,7	52,4%	20.220,3	47,6%	42.448,0

Nota: <sup>(1)</sup> include anche obblighi di acquisto

Le 83 offerte obbligatorie si dividono in 69 offerte obbligatorie successive ex art. 106 TUF e 14 obblighi di acquisto ex art. 108 TUF<sup>47</sup>.

Guardando esclusivamente alle offerte su titoli azionari ordinari – per le quali è possibile e coerente un confronto – la differenza in termini di numerosità si livella con il 56,9% di offerte volontarie contro il 43,1% delle obbligatorie (escludendo gli obblighi di acquisto). Queste ultime, tuttavia, risultano più “pesanti” (52,4% del controvalore totale), dato che in controllo già indica la rilevanza delle offerte obbligatorie successive sul mercato del controllo societario e il ruolo più marginale delle offerte volontarie, tendenzialmente finalizzate ad operazioni al *delisting* e solo raramente a *takeover* ostili o amichevoli.

Interessante notare come l'istituto dell'Offerta preventiva di cui all'art. 107 del TUF, introdotto al fine di agevolare le operazioni di acquisizione del controllo<sup>48</sup>, abbia visto nella pratica un solo caso di effettiva applicazione nel 2007.

47 Si considerano solo gli obblighi di acquisto oggetti di autonome operazioni di mercato (cfr. Nota 40)

48 Le ragioni dell'introduzione dell'Opa preventiva parziale risiedono “[n]el timore che, ove l'Opa totalitaria avesse costituito l'unico strumento per acquisire il controllo di diritto di una società quotata, si sarebbero avuti effetti negativi sulla contendibilità del controllo poiché sarebbe risultato accresciuto il costo di operazioni volte al ricambio del medesimo. Nella ricerca di un difficile temperamento di interessi contrapposti, quali, da un lato, 'aumentare il flusso di risorse al sistema produttivo' e, dall'altro, 'quello di attribuire una tutela agli azionisti', la previsione nel TUF dell'art. 107 persegue lo scopo di facilitare il ricambio del controllo, alleggerendo l'onere finanziario dell'operazione per l'offerente, senza però diminuire le garanzie per gli azionisti di minoranza. Questi ultimi, infatti, potrebbero essere danneggiati dalla loro mancanza di coordinamento o da eventuali

All'interno della classe delle offerte obbligatorie, invece, si sono registrate 6 offerte da acquisto indiretto ex art. 45 RE, pari al 7,2% della categoria. Il relativo controvalore totale, pari a 833 milioni, incide per il 3,6% delle offerte obbligatorie.

Nessuna di queste operazioni è qualificabile come offerta "a cascata", ossia da acquisto indiretto tramite società quotata<sup>49</sup>.

Sempre tra le offerte obbligatorie, rari anche i casi di offerte cd. "da consolidamento" di cui all'art. 46 del Regolamento Emittenti<sup>50</sup>. Si registra un'offerta nel 2007 mentre ad un secondo obbligo di offerta da consolidamento, sorto a valle di un'offerta volontaria di un emittente su azioni proprie – con conseguente incremento della partecipazione del primo azionista – è stato dato seguito attraverso la riapertura dei termini della prima offerta.

In merito all'operazione da cui discende l'obbligo di promuovere l'Opa, i dati, evidenziano che l'offerta obbligatoria "tipica" deriva dall'acquisto, da parte di uno o

comportamenti elusivi posti in essere tra chi cede e chi acquista il controllo" (cfr. CONSOB, comunicazione n. DEM/8076186 dell'8 agosto 2008).

49 Si parla di "acquisto indiretto", ogni qualvolta questo sia realizzato mediante l'acquisto di azioni della società controllante. Dal punto di vista normativo, l'acquisto indiretto è disciplinato all'art. 45 RE, in attuazione dell'art. 106, comma 3, lett. a), TUF, secondo cui l'obbligo di offerta consegue all'acquisto, anche di concerto, di una partecipazione che consenta di detenere più del 30% delle azioni con diritto di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105 del TUF di una società quotata o il controllo di una società non quotata, quando l'acquirente venga così a detenere, indirettamente o per effetto della somma di partecipazioni dirette e indirette, più del 30% dei titoli di una società quotata. La norma regolamentare chiarisce che per "partecipazione indiretta" si debba intendere la detenzione di titoli in una società il cui patrimonio è costituito in prevalenza da partecipazioni in società quotate o in società che, a loro volta, detengono in misura prevalente partecipazioni in società quotate. La nozione di prevalenza ricorre in presenza di almeno una delle seguenti condizioni: la partecipazione in questione rappresenti più di 1/3 delle attività nello stato patrimoniale della società madre; la partecipazione costituisca l'immobilizzazione più elevata iscritta a bilancio, oppure la componente principale del prezzo di acquisto della società stessa. La Consob ha più volte affermato che la ragione dell'obbligo risiede nella "possibilità - che il legislatore ha inteso assicurare agli azionisti di minoranza - di liquidare la propria partecipazione ad un prezzo congruo, e perciò di uscire dalla società in presenza di un socio (o di un gruppo di soci agenti di concerto) che, superando una soglia partecipativa rilevante stabilita dalla legge, assuma ex novo una posizione preminente nella società medesima. [...] L'insorgere di un socio preminente o il mutamento della sua identità è, però, un evento che, ove si realizzi nella società posta al vertice di una catena partecipativa, produce naturalmente i propri effetti su tutte le società che da quella siano controllate. E ciò spiega l'obbligo di offerta pubblica 'a cascata' sulle società sottostanti, nei termini ed alle condizioni indicati dal citato art. 45 del regolamento". Va quindi riconosciuta tutela ai soci della controllata solo in presenza di un mutamento dell'azionista di controllo della società controllante "ma non in presenza di un semplice consolidamento della posizione di tale azionista nella sola società posta al primo livello della catena".

50 Si ha consolidamento, ai sensi dell'art. 46 del Regolamento Emittenti, quando un socio, che detenga più del 30% ma meno del 50% del capitale ordinario, acquista più del 3% di tale capitale in dodici mesi. La norma, emanata in forza dell'art. 106, co. 3, lett. b), del d.lgs n. 58/98, prevede l'obbligo di offerta solo in relazione ad acquisti di azioni della società quotata in cui l'acquirente già partecipi nella misura indicata. Rispetto alla fattispecie di cui all'art. 45 RE, le ragioni ispiratrici della normativa in esame possono invece essere ben comprese ove si tenga conto delle diverse finalità tutelate, rispettivamente, dall'obbligo di offerta conseguente al superamento della partecipazione del 30% del capitale ordinario di una società quotata e dall'obbligo di offerta conseguente al semplice consolidamento della partecipazione già detenuta in detta società. Nel primo caso (art. 45 RE), la ragione dell'obbligo essenzialmente risiede nella possibilità - che il legislatore ha inteso assicurare agli azionisti di minoranza - di liquidare la propria partecipazione ad un prezzo congruo, e perciò di uscire dalla società in presenza di un socio (o di un gruppo di soci agenti di concerto) che, superando una soglia partecipativa rilevante stabilita dalla legge, assuma ex novo una posizione preminente nella società medesima. Nel secondo (art. 46 RE) caso un socio preminente già esiste e non muta identità. Quel che giustifica l'obbligo di offerta è solo il fatto che diminuisce il potere d'interdizione dei soci minoritari (i quali restano comunque tali), in conseguenza del rafforzamento della posizione del socio di maggioranza.

più investitori esterni all'azionariato della società target, di una partecipazione di controllo di diritto ceduta in trattativa privata dal socio/i maggioritari<sup>51</sup>.

Il promotore di un'offerta obbligatoria, prima degli acquisti rilevanti, possedeva in media il 3,4% del capitale dell'emittente. Questo valore è il risultato di 48 casi (su 69) di partecipazione nulla, 13 casi di partecipazione inferiore al 10%, 7 casi di partecipazione compresa tra il 10,1% e il 30%, e un caso di partecipazione superiore al 30%<sup>52</sup>. La presenza di numerosi casi in cui l'offerente non disponeva di azioni, prima del sorgere dell'obbligo di Opa, conferma la natura non ostile della maggioranza delle operazioni.

In media, viene acquistata (in trattativa privata) una partecipazione complessiva, da uno o più soci venditori, pari al 57% del capitale. In nessun caso la partecipazione (totale) acquisita è stata di dimensione inferiore alla soglia rilevante (in due casi la partecipazione era inferiore al 30% ma con una soglia Opa pari al 25%), in 49 (su 69) casi superiore al 50% del capitale.

\* \* \*

Espandendo l'analisi della **tipologia di strumento finanziario** oggetto di offerta (Tabb. 1.6 e 1.7), si nota che le operazioni su titoli azionari rappresentano senza dubbio la porzione prevalente (il 75,3%; l'86,2% in termini di controvalore), ma non certo la totalità, delle 231 offerte registrate.

Tra le altre tipologie, particolare interesse assumono le obbligazioni e le quote di fondi.

Nel periodo di analisi si sono registrate 16 offerte su titoli obbligazionari. In 12 casi l'emittente apparteneva al settore finanziario, ed in particolare 7 di questi erano banche; in 12 casi si è trattato di un *buyback* (coincidenza di offerente e emittente) e in 9 casi l'offerta ha avuto forma di Opas/Ops, con contropartita prevalentemente rappresentata da *bond* di più lunga scadenza e/o superiore *standing*. Si può quindi concludere che nella grande maggioranza dei casi queste operazioni rappresentavano esercizi di *capital e liability management* di banche o intermediari finanziari volti a riqualificare e rafforzare il proprio patrimonio di vigilanza e/o migliorare il profilo di liquidità. Non sorprende, quindi, rilevare per questa classe una evidente concentrazione temporale: 12 su 15 offerte su titoli obbligazionari sono state realizzate nel quadriennio 2009-2012, ossia in un periodo (successivo alla Grande Crisi Finanziaria e che comprende la crisi del debito sovrano del 2011),

51 Si ricorda, infatti, che il disposto dell'art. 106 TUF prevede l'obbligo di offerta totalitaria successiva al superamento della soglia rilevante (25% per gli emittenti non PMI, 30% per gli altri), nulla dicendo sulla modalità di detto superamento. Un'offerta obbligatoria può naturalmente e in linea di principio essere promossa anche a seguito del superamento della soglia rilevante con l'acquisto sul mercato di una partecipazione marginale, in assenza di acquisti dall'azionista di maggioranza.

52 Trattasi di un caso particolare in cui l'offerente deteneva, antecedentemente al sorgere dell'obbligo d'offerta, una partecipazione di poco superiore al 30%, senza però disporre della maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria.



caratterizzato da ribassi particolarmente accentuati degli strumenti (azioni e obbligazioni) del settore finanziario e da contestuali esigenze/opportunità di rafforzamento patrimoniale delle banche. Successivamente al 2012 la quasi totale scomparsa delle offerte su titoli obbligazionari è diretta conseguenza dell'introduzione di due importanti modifiche al Regolamento Emittenti<sup>53 54</sup>, le quali, nell'intento di allineare le pratiche di *liability management* della banche alle prassi prevalenti a livello internazionale<sup>55</sup>, hanno radicalmente ridotto la frequenza delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio su titoli obbligazionari.

Un elemento forte di concentrazione temporale può essere riscontrato anche con riferimento alle offerte su quote di fondi chiusi (immobiliari in tutti i casi tranne uno): delle 22 offerte totali, 6 sono state promosse nel 2007 e 10 nel 2016. Altra caratteristica di questo segmento è la frequenza eccezionale di offerte concorrenti: ben 11 su 22 (si consideri che sul totale delle 231 offerte il numero delle concorrenti è pari a 21), con due casi di offerta concorrente tripla. Tali operazioni hanno spesso fatto registrare prezzi molto al di sotto del NAV del fondo e condizioni di adesione minima molto ambiziose. A testimonianza di ciò, si registra infatti un tasso di adesione medio particolarmente basso (32,9% cfr. § 3.7) e una frequenza elevatissima di offerte non efficaci (8 su 22, quando il numero complessivo di offerte inefficaci relativo alla totalità dei 231 casi è pari a 18).

53 Ci si riferisce alle modifiche introdotte con le delibere Consob n. 17731 del 5 aprile 2011 e n. 18214 del 9 maggio 2012. In particolare, con la delibera n. 17731 del 2011, l'Autorità ha, tra le altre cose, dato attuazione alle deleghe regolamentari in materia di esenzioni dalla disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto e scambio, introducendo gli artt. 35-bis e -ter nel Regolamento emittenti, in relazione ad offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli (articolo 101-bis, comma 3-bis del TUF).

Con l'inserimento nel Regolamento Emittenti dell'art. 35-ter – disciplinante per l'appunto gli adempimenti per l'ipotesi di offerte pubbliche di scambio finalizzate all'acquisizione di titoli di debito – è stato stabilito che per le offerte pubbliche di scambio che abbiano ad oggetto obbligazioni e altri titoli di debito, l'offerente possa richiedere alla Consob che l'offerta sia soggetta alla disciplina delle offerte al pubblico di vendita e di sottoscrizione, salvo che ciò non contrasti con le finalità di tutela degli investitori, di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali. Tale intervento ha consentito alla Consob di rendere applicabile la disciplina delle offerte al pubblico di vendita o sottoscrizione anche alle offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto titoli di debito.

54 In prosecuzione alle revisioni introdotte al Regolamento Emittenti dalla delibera del 2011 di cui alla nota precedente, con la delibera n. 18214 del 2012 si è esclusa – ex art. 35-bis c. 4 Reg. Emittenti - l'applicabilità della disciplina OPA alle operazioni di *buyback* obbligazionario, ovvero offerte promosse dall'emittente aventi ad oggetto "... prodotti finanziari diversi dai titoli, dalle azioni di risparmio, dalle quote di OICR e dai prodotti finanziari convertibili in, ovvero che attribuiscono il diritto di sottoscrivere o acquistare, titoli". In questo modo si è conformata la disciplina domestica alle norme attuative della prima Direttiva Prospetto oltre che alle migliori prassi internazionali. L'esenzione in questione è stata poi estesa ai casi di operazioni di *buyback* promosse anche da società o enti che controllano l'emittente, ne sono controllati o sono soggetti a comune controllo con esso; così come alle offerte promosse da un intermediario per conto dell'emittente e dei soggetti di cui al precedente punto a condizione che sia previsto l'obbligo dell'intermediario di trasferire ai medesimi soggetti gli strumenti finanziari acquistati; nonché alle offerte promosse da un soggetto che garantisce integralmente gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta.

55 In quest'ottica si inquadrano altresì le modifiche del 2011, citate *sub* nota 53, attraverso le quali si è escluso che le operazioni di ristrutturazione del debito soggette alle approvazioni dei titolari dei relativi strumenti, le cd. *consent solicitation*, debbano soggiacere alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio, in ragione delle particolari modalità di svolgimento di tali operazioni, che prevedono l'approvazione di una delibera da parte dei destinatari della proposta vincolante anche nei confronti di eventuali assenti o dissenzienti, riconsiderando così il precedente orientamento della Consob a tal riguardo.

Tab 1.6 – Tipologia di strumento oggetto di offerta (numero)

	Altro		Azione di risparmio		Azione ordinaria		Obbligazione		Quota fondo		Totale
	Numero	%	Numero	%	Numero	%	Numero	%	Numero	%	
2007			2	7,1%	19	67,9%	1	3,6%	6	0,1%	28
2008	1	4,5%			21	95,5%					22
2009	5	19,2%			15	57,7%	6	23,1%		0,9%	26
2010	2	16,7%			6	50,0%	2	16,7%	2	1,4%	12
2011	2	7,4%			22	81,5%	3	11,1%		0,4%	27
2012					10	90,9%	1	9,1%		0,8%	11
2013					8	88,9%			1		9
2014					7	70,0%			3		10
2015	1	11,1%	1	11,1%	6	66,7%	1	11,1%		1,2%	9
2016	1	3,8%			14	53,8%	1	3,8%	10	0,1%	26
2017			1	5,9%	16	94,1%					17
2018	1	5,3%			18	94,7%					19
2019			2	13,3%	12	80,0%	1	6,7%		0,4%	15
Totale	13	5,6%	6	2,6%	174	75,3%	16	6,9%	22	9,5%	231

Tab. 1.7 – Tipologia di strumento di offerta (controvalori in milioni di Euro)

	Altro		Azione di risparmio		Azione ordinaria		Obbligazione		Quota fondo		Totale
	Numero	%	Numero	%	Numero	%	Numero	%	Numero	%	
2007			12	0,2%	5.416	85,7%	4	0,1%	888		6.320
2008	0,03	-			2.458						2.458
2009	360	16,1%			836	37,4%	1.039	46,5%			2.235
2010	257	6,7%			486	12,7%	3.063	79,8%	32		3.837
2011	68	1,3%			4.788	91,7%	367	7,0%			5.222
2012					1.402	82,2%	303	17,8%			1.705
2013					1.542	96,4%			58		1.600
2014					792	90,0%			88		880
2015	27	0,5%	151	2,6%	5.534	96,8%	4	0,1%			5.716
2016	0,1				2.936	97,2%			83		3.019
2017			0,02		2.447						2.448
2018	72	0,5%			13.764	99,5%					13.836
2019			23	3,5%	648	95,7%	6	0,9%			677
Totale	783	1,6%	187	0,4%	43.049	86,2%	4.786	9,6%	1.149	2,3%	49.953

\*\*\*

Non tutte le offerte hanno riguardato strumenti finanziari quotati: nel 19,5% dei casi gli strumenti/prodotti interessati risultavano non quotati su mercati regolamentati domestici. In particolare nell'8,7% dei casi gli strumenti oggetto di offerta non risultavano né quotati su un mercato regolamentato né ammessi a negoziazione su una diversa *trading venue*<sup>56</sup>.

<sup>56</sup> Si tratta di 20 offerte, quasi esclusivamente relative al settore finanziario (18/20) con prevalenza bancario. Lo strumento oggetto di offerta è in 8 casi un'azione ordinaria, in 3 un'azione privilegiata, in 4 un'obbligazione, in 3 una

Un fenomeno che merita di essere sottolineato è la crescente importanza delle offerte su titoli negoziati sull'AIM (azioni in 8 casi; in un caso obbligazione). Istituito nel 2012, il *junior market* italiano ha affrontato negli ultimi anni un processo di maturazione di cui l'operatività in termini di Opa (comprese quelle con un programmato *delisting*, cfr. *infra*) ne è evidente conferma. Nel corso del 2017 si sono registrate le prime due offerte<sup>57</sup>, e il trend mostra una dinamica chiaramente crescente (2 offerte nel 2018, 4 nel 2019). In particolare, si sottolinea che nel 2019 le offerte azionarie su AIM hanno rappresentato il 33% delle offerte azionarie complessive (il 40% se si considerano solo le offerte totalitarie).

Tab. 1.8. - Tipologia di *trading venues* di negoziazione degli strumenti (numero)

	AIM		EuroTLX		EXPANDI		Hi-Mtf		MIV		MOT		MTA		Non quotato		Mercato Regolamentato estero		Totale
	n.	%	n.	%	n.	%	n.	%	n.	%	n.	%	n.	%	n.	%	n.	%	
2007					1	3,6%			-				25	89,3%	1	3,6%	1	3,6%	28
2008					1	4,5%			-				21	95,5%					22
2009									3	11,5%			11	42,3%	8	30,8%	4	15,4%	26
2010									3	25,0%			7	58,3%	1	8,3%	1	8,3%	12
2011							7	25,9%	1	3,7%			15	55,6%	4	14,8%			27
2012													9	81,8%	2	18,2%			11
2013													8	88,9%	1	11,1%			9
2014									3	30,0%			7	70,0%					10
2015									2	22,2%	2	22,2%	5	55,6%					9
2016			1	3,8%					10	38,5%			15	57,7%					26
2017	2	11,8%							2	11,8%			13	76,5%					17
2018	2	10,5%											14	73,7%	3	15,8%			19
2019	5	33,3%											10	66,7%					15
Totale	9	3,9%	1	0,4%	2	0,9%	7	3,0%	24	10,4%	2	0,9%	160	69,3%	20	8,7%	6	2,6%	231

\* \* \*

Nel 91% dei casi le offerte hanno avuto carattere totalitario: si sono registrate, infatti, solo n.20 offerte parziali, di cui 13 su azioni ordinarie, 4 su quote di fondo e 3 su obbligazioni. Dette offerte in 7 casi sono riconducibili a piani di buyback, mentre per le restanti operazioni prevale una finalità generica di investimento finanziario. In un caso l'offerta parziale è riconducibile all'Opa volontaria preventiva ex art. 107 TUF, a cui quindi deve essere associato uno scopo di acquisizione del controllo.

polizza *unit/index linked*. Le operazioni sono quindi prevalentemente riconducibili a progetti di *capital management* di gruppi bancario/assicurativi.

57 Si fa riferimento esclusivamente alle offerte che, avendo un controvalore massimo superiore agli 8 milioni di euro, rientrano nell'ambito di vigilanza della Consob. Per un maggiore approfondimento sul punto, si rinvia al § 2 del presente Quaderno.

### 3.2 Caratteristiche dell'Emittente e dell'Offerente

Non vi è perfetta coincidenza numerica tra le offerte lanciate e gli emittenti coinvolti: a fronte, infatti, di 231 offerte totali, gli emittenti bersaglio sono stati 187. Tale differenza trova il suo fondamento in due circostanze:

- 1) offerte promosse contemporaneamente su più strumenti della medesima società;
- 2) molteplici offerte promosse, nel tempo, su uno strumento del medesimo emittente. Con particolare riferimento alle offerte azionarie, gli emittenti oggetto di più di un'offerta sono stati 20 su 137 (15%).

Tab 2.1 – Settore degli emittenti (numero)

	Finanziario- Altro		Finanziario- assicurazioni		Finanziario- banche		Immobiliare		Non finanziario		Stato		Totale
	Numero	%	Numero	%	Numero	%	Numero	%	Numero	%	Numero	%	
Tutti gli strumenti	20	10,7%	7	3,7%	31	16,6%	18	9,6%	109	58,3%	2	1,1%	187
Azioni ordinarie	14	9,6%	3	2,1%	23	15,8%	4	2,7%	102	69,9%			146
Obbligazioni	3	20,0%	1	6,7%	8	53,3%			1	6,7%	2	13,3%	15
Quote fondi	1	6,7%					14	93,3%					15

Con riferimento alla totalità delle offerte, il 58,3% (n.109) degli emittenti appartiene al settore non finanziario, il 31% (n.58) al settore finanziario<sup>58</sup>, il 9,6% (n.18) al settore immobiliare e il residuo 1% (n.2) è rappresentato da operatori di natura governativa. All'interno del settore finanziario, il segmento bancario conta per circa la metà.

Analizzando i settori di appartenenza dell'emittente in relazione alla tipologia di strumento finanziario oggetto di offerta, si notano alcune peculiarità. L'emittente ha natura bancaria nel 53,3% delle offerte su obbligazioni, mentre è sostanzialmente irrilevante il fenomeno di offerte su obbligazioni *corporate*; il 93% delle offerte su quote di fondo hanno riguardato fondi (chiusi) immobiliari.

Passando ad analizzare le caratteristiche degli offerenti<sup>59</sup>, non sorprendentemente, nemmeno in questo caso si riscontra una corrispondenza biunivoca offerta/offerente.

58 Inteso in senso aggregato, ossia ricomprendente il settore assicurativo, bancario e finanziario in senso stretto.

59 Nell'ambito della ricerca in commento, con la nozione di "offerente sostanziale" si vuole indicare l'operatore economico (anche persona fisica) nel reale interesse del quale l'offerta è promossa. Il concetto di "offerente sostanziale", di cui è possibile indicare la nazionalità e la tipologia, non è definito a livello regolamentare, ma si ritiene assuma una notevole rilevanza per l'analisi economica del fenomeno. Tale distinzione è, infatti, volta a superare il semplice riferimento al soggetto giuridico (di norma una *newco* di diritto italiano per la quale i detti campi di indagine risulterebbero poco significativi) formalmente indicato come offerente nel documento d'offerta, per andare a individuare il soggetto economicamente agente nell'operazione. Per tale ragione, la nozione di "offerente sostanziale" non necessariamente coincide con il soggetto da ultimo – se si considerano strutture articolate di *corporate control* - controllante l'offerente "formale": più spesso coincide, piuttosto, con il "gruppo di appartenenza" di quest'ultimo, ciò per l'appunto a indicare il "motore" economico dell'offerta promossa. A titolo di esempio, con riferimento all'Opa promossa sulle azioni di Yoox Net A-Porter Group,

Da un lato, infatti, esistono 29 offerenti che hanno promosso più offerte, sia contemporaneamente (su uno o più strumenti) che in periodi diversi nel tempo. Dall'altro, in 27 casi l'offerta è stata promossa da due o più offerenti tra loro in concerto. Ne discende che vi sono stati 238 offerenti impegnati in via esclusiva o parziale nella promozione delle 231 offerte.

Analizzando la nazionalità degli offerenti<sup>60</sup> (Tab. 2.2), circa due terzi (62,7%) delle offerte è stata promossa da soggetti nazionali, il 14% da offerenti europei e la restante parte da soggetti extra-europei.

Il confronto tra i dati di numerosità e controvalore dettagliati per tipologia di strumento mostra alcuni interessanti evidenze.

Il peso delle offerte "italiane" è pari a solo il 47,7% del totale contro il 62,7% del numero, ad evidenza di una dimensione media più elevata per offerte "straniere", in particolare di quelle su titoli azionari da parte di offerenti europei (22,4% del controvalore contro il 9,5% della frequenza) ed extra-europei diversi da USA (17,4% contro 5,9%).

Il dato di sintesi viene confermato dall'elenco delle maggiori 10 offerte azionarie in termini di controvalore raccolto (Tab. 2.3), dove si nota che 6 su 10 (e particolarmente 4 delle maggiori 5) hanno provenienza "Paese extra UE (No USA)" e "Paese UE (No UK)".

L'evidenza appare ancora più netta se si considera che la maggiore delle offerte azionarie (Ops su Luxottica) è stata promossa da un offerente (EssilorLuxottica) definito "domestico" solo per un assetto di *governance* in cui dovrebbe essere prevalente, almeno nei primi anni, la componente italiana della proprietà.

La prevalenza di offerenti esteri nelle offerte di maggiore dimensione sembra rimarcare la difficoltà del mercato dei capitali domestico a favorire la formazione del capitale necessario per grandi operazioni di *buyout* (quali si possono definire – con le loro differenti strutture – tutte le operazioni esaminate). Si noti, in tal senso, che delle 4 offerte domestiche, una, come ricordato, ha comunque una forte matrice transnazionale, e altre due sono state realizzate da soggetti pubblici o con una importante presenza pubblica.

Analizzando "orizzontalmente" la distribuzione delle offerte sulle singole tipologie di strumento illustrata in Tab. 2.2, si nota una limitata presenza di offerenti nazionali nelle offerte su quote di fondo: l'81%<sup>61</sup> delle stesse provengono dall'estero, con particolare rilevanza di offerenti statunitensi.

l'offerente "formale" è costituito dalla *newco* Rlg Italia Holding. L'offerente "sostanziale" è stato individuato in Richemont, gruppo di appartenenza, piuttosto che nella Compagnie Rupert, soggetto controllante del gruppo Richemont e quindi, come specificato nel documento di offerta, controllante indiretta di Rlg Italia Holding.

60 In caso di offerte promosse da più offerenti appartenenti a differenti classi (ad esempio italiana/Paese extra UE), l'attributo è stato assegnato secondo un criterio "pro quota" (0,5 italiana; 0,5 Paese extra UE). Nello stesso modo si è proceduto con riferimento al campo "tipologia dell'offerente".

61 Dati non presenti in tabella 2.2 ma desumibili da una lettura "orizzontale" dei dati ivi rappresentati.

In termini di volumi, particolarmente rilevante il dato delle offerte promosse da "Paese extra UE (No USA)" sulle obbligazioni: queste rappresentano il 61% del totale della categoria a fronte di un 13% in termini di numerosità. Si precisa che tale dato è, tuttavia, influenzato da un'operazione su titoli governativi effettuato da uno Stato estero.

Tab 2.2 – Nazionalità dell'Offerente

	Italiana	Paese UE (No UK)	UK	USA	Paese extra UE (No USA)
<b>Numero Totale Opa</b>	62,7%	14,2%	4,4%	10,6%	8,1%
<i>Per tipologia di strumento (n. offerte)</i>					
Altro	4,9%	0,6%			
Azione di risparmio	1,7%				0,8%
Azione ordinaria	49,8%	9,5%	4,0%	4,7%	5,9%
Obbligazione	4,2%	0,8%	0,4%	0,4%	0,8%
Quota fondo	2,1%	3,2%	0,0%	5,5%	0,4%
<b>Totale</b>	<b>62,7%</b>	<b>14,2%</b>	<b>4,4%</b>	<b>10,6%</b>	<b>8,1%</b>
<i>Per tipologia di strumento (controvalore)</i>					
Altro	1,5%	0,1%			
Azione di risparmio	0,1%				0,3%
Azione ordinaria	41,4%	22,4%	2,7%	2,4%	17,4%
Obbligazione	3,7%				5,9%
Quota fondo	1,0%	0,1%		1,1%	
<b>Totale</b>	<b>47,7%</b>	<b>22,6%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,4%</b>	<b>23,6%</b>

Tab 2.3 – Nazionalità e tipologia degli Offerenti nelle maggiori dieci offerte su titoli azionari (controvalori in milioni di Euro)

Anno	Offerente	Emittente	Tipologia offerta	Natura offerta	Controvalore Raccolto	Nazionalità Offerente	Tipologia Offerente "sostanziale"
2018	EssilorLuxottica	Luxottica	Ops	Obbligatoria	8.928.387.200	Italiana	Gruppo (industriale/bancario/assicurativo)
2015	ChemChina	Pirelli & C.	Opa	Obbligatoria	4.568.160.705	Paese extra UE (No USA)	Gruppo (industriale/bancario/assicurativo)
2007	Swisscom	Fastweb	Opa	Volontaria	3.002.451.227	Paese extra UE (No USA)	Gruppo (industriale/bancario/assicurativo)
2018	Richemont - (Compagnie Financière Richemont)	Yoox Net A-Porter Group	Opa	Volontaria	2.631.484.838	Paese UE (No UK)	Gruppo (industriale/bancario/assicurativo)
2011	Lactalis	Parmalat	Opa	Volontaria	2.456.347.642	Paese UE (No UK)	Gruppo (industriale/bancario/assicurativo)
2016	Heidelberg Cement AG	Italcementi	Opa	Obbligatoria	1.887.848.054	Paese UE (No UK)	Gruppo (industriale/bancario/assicurativo)
2018	F2i	Ei Towers	Opa	Volontaria	1.610.955.489	Italiana	Fondo
2017	MEF	Monte dei Paschi di Siena	Ops	Volontaria	1.536.000.000	Italiana	Stato
2011	Lvmh Moët Hennessy - Louis Vuitton sa	Bulgari	Opa	Obbligatoria	1.419.322.032	Paese UE (No UK)	Gruppo (industriale/bancario/assicurativo)
2013	Salini Costruttori	Impregilo	Opa	Volontaria	1.001.998.160	Italiana	Gruppo (industriale/bancario/assicurativo)

Con riferimento alla tipologia di offerente, sono state individuate quattro categorie: gruppi industriali/bancari/assicurativi, fondi, imprenditori, società finanziarie<sup>62</sup>. Come mostrato dalla Tab. 2.4, ai gruppi industriali/bancari/assicurativi è riferibile la maggioranza delle operazioni (53,4%) e soprattutto il maggior contributo in termini di controvalore (77%). In particolare, si nota la rilevanza di questa tipologia di offerente con riferimento alle offerte azionarie il 56,7% di tali offerte (l'81,5% del controvalore) è stato promosso da un gruppo industriale/bancario/assicurativo<sup>63</sup>. Tale evidenza (soprattutto l'incidenza sul controvalore totale superiore all'incidenza sul numero totale) è coerente con quanto verrà presentato nel § 3.5 in tema di prevalenza della finalità di *business combination* e quindi della natura sostanzialmente "industriale" nelle operazioni di acquisizione del controllo.

Di contro, si registra un ruolo più marginale degli operatori puramente finanziari (fondi), a cui è attribuibile il 17% delle offerte (circa il 10%, in numero e valore, delle offerte azionarie), senza significativi *trend* nel corso del periodo.

Da imprenditori e società finanziarie (tra le cui categorie la distinzione, spesso, è sottile) sono state promosse, rispettivamente, il 10,5% e il 17,4% delle offerte. Si tratta prevalentemente di offerte azionarie di piccole dimensioni (come indicato dai controvalori percentualmente poco significativi), tipicamente ascrivibili alla tipologia di offerta "da *delisting*" ossia promossa dal socio di controllo al fine di revocare i titoli dal mercato regolamentato.

Incrociando i dati della nazionalità e della tipologia di offerente, per le sole offerte su titoli azionari (Tab. 2.5), si conferma che le offerte sono promosse, prevalentemente, da gruppi industriali (in senso lato, ossia appartenenti al settore – bancario, assicurativo, non finanziario – dell'emittente target) di nazionalità italiana, europea o extraeuropea (diversa da USA e UK). Questo vale, in particolare, con riferimento alle operazioni di maggiore dimensione.

62 Fermo restando il requisito della prevalenza della sostanza sulla forma già descritto con riferimento alla nazionalità (cfr. nota 59), e la correlata avvertenza sulla discrezionalità delle scelte tassonomiche, l'analisi della tipologia di offerente prevede le seguenti classificazioni.

Per "fondo" si intendono essenzialmente fondi (chiusi) alternativi riconducibili alle categorie dei fondi di *private equity* e/o *hedge funds*.

La categoria "imprenditori", non va intesa nel senso giuridico del termine, bensì si riferisce alle persone fisiche detentrici – di norma tramite una catena di società estere – di partecipazioni rilevanti/di controllo. Detti imprenditori sono quindi protagonisti, usualmente, di offerte volte al *delisting* della società partecipata (controllata). Tale categoria non indica e non comprende, quindi, l'*ultimate beneficial owner* dell'offerente. Un riferimento a detto *ultimate beneficial owner*, infatti, avrebbe comportato la riconduzione di quasi tutti gli offerenti a tale categoria di "imprenditori", essendo quasi sempre individuabile, al vertice di lunghissime catene societarie, una persona fisica.

La classe delle "società finanziarie" comprende società che offrono servizi finanziari diversi da quelli bancari e assicurativi (banche e assicurazioni essendo ricomprese nella categoria "gruppi"). Di fondo sono rappresentate da *holding* finanziarie. Non appartengono a tale categoria, invece, le società finanziarie – di norma domiciliate all'estero – attraverso cui si articola la catena partecipativa dell'offerente.

La categoria "Stato" comprende sia l'amministrazione centrale sia quelle periferiche, nonché i fondi sovrani.

La classe dei "gruppi industriali/bancari/assicurativi" è trattata come un *unicum* indifferenziato in quanto la natura dell'offerente tende a coincidere, e quindi a desumersi, da quella dell'emittente, per la quale appunto è offerto il dettaglio tra industriale/bancario/assicurativo.

63 Dati non presenti in tabella 2.4 ma desumibili da una lettura "orizzontale" dei dati ivi rappresentati.

Tab 2.4 – Tipologia di offerente

	Fondo	Gruppo (industriale /bancario/assicurativo)	Imprenditore	Società finanziaria	Stato
<b>Per tipologia di strumento (n. offerte)</b>					
Altro		2,7%	-	2,7%	
Azione di risparmio		0,9%	0,9%	0,9%	
Azione ordinaria	9,6%	42,5%	9,6%	12,8%	0,5%
Obbligazione	0,5%	5,0%		0,9%	0,9%
Quota fondo	7,3%	2,3%			
<b>Totale</b>	<b>17,4%</b>	<b>53,4%</b>	<b>10,5%</b>	<b>17,4%</b>	<b>1,4%</b>
<b>Per tipologia di strumento (controvalore)</b>					
Altro	-	1,3%		0,3%	
Azione di risparmio	-	0,4%			
Azione ordinaria	8,6%	70,4%	2,8%	1,5%	3,1%
Obbligazione		3,7%		0,1%	6,0%
Quota fondo	0,5%	1,4%			
<b>Totale</b>	<b>9,1%</b>	<b>77,0%</b>	<b>2,8%</b>	<b>1,9%</b>	<b>9,1%</b>

Nota: sono state escluse le 12 (su un totale di 231) offerte caratterizzate da offerenti multipli appartenenti a diverse categorie. Il controvalore complessivo delle offerte escluse è pari a 758 mln, circa l'1,5% del totale.

Tab 2.5 – Tipologia e nazionalità dell'offerente (offerte su titoli azionari)

Nazionalità offerente	Fondo	Gruppo (industriale/bancario/assicurativo)	Imprenditore	Società finanziaria	Stato
<i>Numero offerte</i>					
Italiana	4,3%	36,6%	12,4%	13,0%	0,6%
Paese extra UE (No USA)		6,2%		2,5%	
Paese UE (no UK)	1,9%	8,7%		1,9%	
UK	3,1%	2,5%			
USA	1,9%	3,7%	0,6%		
<b>Totale</b>	<b>11,2%</b>	<b>57,8%</b>	<b>13,0%</b>	<b>17,4%</b>	<b>0,6%</b>
<i>Controvalore offerte</i>					
Italiana	5,5%	34,3%	3,2%	1,4%	3,7%
Paese extra UE (No USA)		20,4%		0,2%	
Paese UE (no UK)	0,3%	25,3%		0,1%	
UK	2,2%	0,7%			
USA	0,9%	1,7%	-		
<b>Totale</b>	<b>8,9%</b>	<b>82,4%</b>	<b>3,3%</b>	<b>1,8%</b>	<b>3,7%</b>

Nota: sono state escluse le 13 (su un totale di 174) offerte caratterizzate da offerenti multipli appartenenti a diverse categorie. Il controvalore complessivo delle offerte escluse è pari a 1.001 mln, circa al 2,3% del totale



Analizzando le sole offerte su titoli azionari concernenti l'acquisizione del controllo societario, ossia i *takeover* (cfr. § 3.5), circa la metà (46%) è stata promossa da investitori esteri (Tab. 2.6).

**Tab 2.6 – Nazionalità dell'offerente nei *takeover***

	Italiana	Paese extra UE (No USA)	Paese UE (no UK)	UK	USA	Altro (plurime)	Totale
2007	6	1	1	1		0	9
2008	1		1		1	1	4
2009	6					1	7
2010	1						1
2011	4		2	1	1		8
2012	1	1	2				4
2013	2	1	1				4
2014	1			1	4		6
2015	1	2	1				4
2016	4	3	3		1	2	13
2017	3		1	2		1	7
2018	7			2	1	-	10
2019	2		1		2	0	5
Totale	39	8	13	7	10	5	82

Può essere interessante studiarne l'evoluzione nel tempo verificando se questi aumentano in presenza di accentuati contrazioni dei corsi di borsa.

La Fig. 2.1 mostra l'incidenza dei *takeover* (ossia di operazioni di acquisto del controllo, amichevoli o ostili – si veda la definizione nel § 3.5.2) affiancandola all'andamento del mercato.

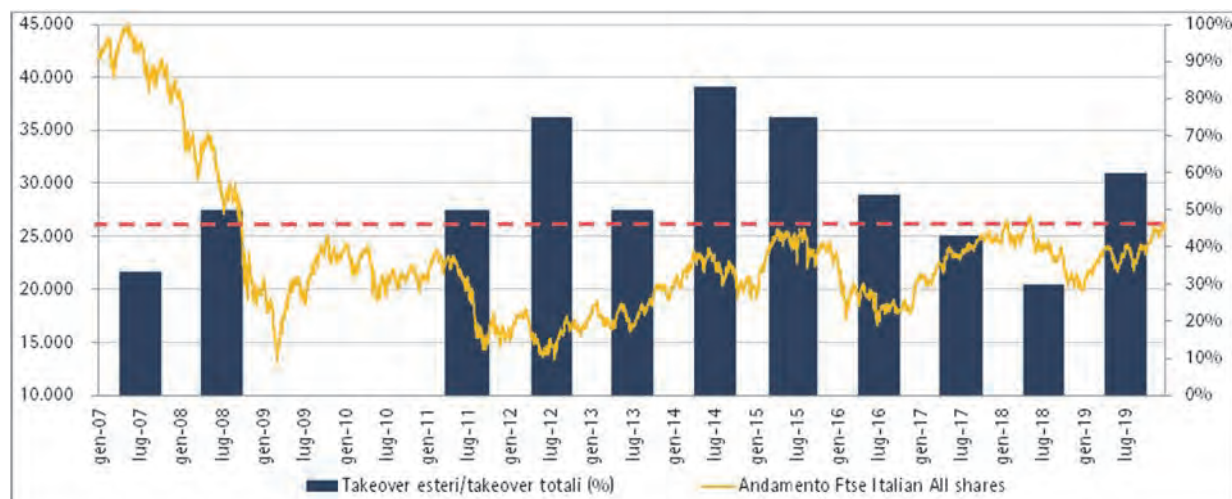
Tale incidenza è allineata alla media (linea tratteggiata rossa, pari al 46%) durante il biennio 2007-2008 caratterizzato da pesanti ribassi dei mercati causati dalla crisi dei *subprime* (settembre 2007) e successivamente dall'avvio della cd. *Great Financial Crisis* con il fallimento della Lehman Brothers (settembre 2008). L'incidenza dei *takeover* esteri, poi, assume valori addirittura nulli nei due anni successivi pur a fronte di un mercato rimasto molto depresso. Nel 2011, durante la crisi del *sovereign debt*, l'incidenza assume un valore vicino alla media, per poi salire a livelli elevati (75%) nel 2012 (comunque su un numero di offerte limitato pari a 4). I valori massimi del 2014 e 2015 (rispettivamente pari al 83% e 75%) si registrano in una fase di andamento positivo del mercato, mentre all'importante discesa dei prezzi del 2018 si associa un'incidenza di nuovo molto bassa (30%).

Da questa prima, semplificata, analisi sembrerebbe potersi escludere un legame stabile tra contrazione dei prezzi e aumento dei *takeover* esteri sulle società italiane. Guardando ai due periodi di più profonda e duratura discesa dei prezzi (2007-2008 e 2011-2012), questa relazione sicuramente è da escludere nel primo

caso, mentre potrebbe essere parzialmente presente nel secondo. Una possibile spiegazione potrebbe trovarsi nella diversa natura delle due crisi. La prima ha, infatti, portata globale e quindi carattere prettamente simmetrico: in una situazione di generalizzata illiquidità dei mercati e conseguente difficoltà di finanziamento, nonché di ampia contrazione dell'economia reale, difficilmente un operatore estero – alle prese a sua volta con gli effetti della crisi – troverà conveniente intraprendere un'acquisizione in un paese estero, per quanto possano essersi ridotti i valori di mercato della società target.

Maggiore convenienza, invece, potrebbe aversi in caso di una crisi tipicamente asimmetrica, quale è stata in buona parte quella dei debiti sovrani, dove solidi e liquidi investitori internazionali potrebbero individuare significativi spazi di *M&A* in quei Paesi selettivamente colpiti dalle eccezionali contrazioni dei corsi azionari.

Fig 2.1 - Incidenza takeover esteri e andamento di borsa



### 3.3 Advisor e consulenti

Il livello di concentrazione dell'offerta di servizi di consulenza legale all'offerente appare abbastanza elevato (Tab. 3.1): con riferimento al numero di offerte, i primi 5 (di un totale di 52) *advisor* sono stati impegnati in quasi la metà (44,3%) delle operazioni. Quattro dei primi cinque consulenti è di nazionalità italiana.

Dividendo il periodo di analisi in due sotto-periodi, non pare emergere alcun *trend* significativo in termini di variazione del grado di concentrazione (e numerosità dei soggetti coinvolti). Una variazione si osserva tuttavia nella composizione dei maggiori 5 operatori, a testimonianza di una significativa dinamicità del mercato e di una pressione concorrenziale almeno nel lungo periodo. Ciò, ad esempio, è dimostrato dal fatto che il n. 1 del *ranking* del periodo 2007-2012 non è più presente nei primi cinque del periodo successivo, così come il *leader* del periodo 2013-2019 era solo quinto (a pari merito) nei 7 anni precedenti.

Con riferimento all'*advisor* finanziario dell'offerente, si registra sull'intero periodo una minore concentrazione del mercato, con i primi cinque consulenti (4 banche d'affari italiane e una straniera) a cui è riconducibile il 35,3% delle operazioni. Nel tempo si registra una lieve riduzione del grado di concentrazione, passata dal 37,1% al 33,3% nei due sotto-periodi. Non si registrano particolari variazioni nel gruppo dei cinque maggiori consulenti.

Nell'ambito della valutazione dell'offerta da parte dell'emittente e sulla congruità del corrispettivo svolta, ai sensi dell'art. 39 del RE, il Consiglio di Amministrazione dell'emittente tendenzialmente (nel 65% delle 231 offerte complessive<sup>64</sup>) ricorre alla consulenza finanziaria di un "esperto indipendente". Tale ambito di consulenza evidenzia un chiaro andamento in aumento del livello di concentrazione. Nel primo sotto-periodo, infatti, sono stati ingaggiati un numero di *advisor* pari a 37, i cui 5 principali hanno servito il 43,5% delle offerte. Nei 7 anni successivi, il vistoso calo del numero degli *advisor* (25) è stato accompagnato da un coerente incremento del grado di concentrazione, con i principali 5 operatori impegnati in oltre la metà delle operazioni (50,8%). Dal punto di vista dell'analisi qualitativa dei consulenti, si sottolinea come due dei primi cinque *advisor* siano primarie società di revisione legale; in totale, più di un terzo dei mandati è appannaggio di revisori legali o studi professionali.

I mandati di consulenza affidati dagli amministratori indipendenti dell'emittente ai sensi dell'art. 39-bis<sup>65</sup> sono stati 67, di cui 10 nel primo sotto-periodo e 57 nel secondo. Il dato non è disponibile in 145 casi<sup>66</sup>, mentre in 19 casi la valutazione dell'offerta e il parere di congruità sono stati espressi direttamente dagli amministratori indipendenti senza l'ausilio di alcun esperto<sup>67</sup>. Risulta pertanto poco significativa la valutazione del *trend*. I dati raccolti, comunque, evidenziano una minore concentrazione dell'offerta, con solo il 28,4% dei mandati riconducibile ai principali 5 consulenti.

Con riferimento, infine, al ruolo di Responsabile della raccolta si evidenzia un livello di concentrazione del mercato molto elevato. Ai primi cinque intermediari è riferibile ben il 60,4% delle operazioni. L'analisi mostra inoltre un sensibile incremento di tale concentrazione: nel sotto-periodo 2007-2012 si sono registrati 33

64 In 46 casi, infatti, si registra la non disponibilità del dato in relazione a i) coincidenza tra emittente e offerente (operazioni di buyback prevalentemente azionarie), ii) assenza di comunicato dell'emittente (ad es. nelle operazioni di obbligo d'acquisto), iii) offerta precedente l'entrata in vigore della nuova versione dell'art. 39 RE (5/4/2011). In 35 casi si è registrata la mancata nomina di un esperto, di norma con utilizzazione delle valutazioni dell'*advisor* degli amministratori indipendenti ex art. 39-bis RE.

65 L'articolo, rubricato "*Parere degli amministratori indipendenti*", al comma 2 prevede che "*Prima dell'approvazione del comunicato dell'emittente, gli amministratori indipendenti che non siano parti correlate dell'offerente, ove presenti, redigono un parere motivato contenente le valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo, potendosi avvalere, a spese dell'emittente, dell'ausilio di un esperto indipendente dagli stessi individuato*".

66 La maggiore indisponibilità di dati rispetto all'*advisor* del Consiglio di Amministrazione si giustifica con il fatto che, già prima dell'introduzione della nuova disciplina, l'art. 39 RE prevedeva comunque un comunicato dell'emittente ed era prassi diffusa (in 67 su 97 casi) avvalersi di una consulenza. Al contrario, la previsione dell'art. 39-bis concernente la valutazione (eventualmente con l'ausilio di un esperto indipendente) da parte degli amministratori indipendenti era del tutto sconosciuta prima della modifica regolamentare del 2011.

67 In due offerte si è registrata la contestuale assenza di esperti del Consiglio di Amministrazione nella sua interezza e degli amministratori indipendenti.

operatori, i cui maggiori 5 hanno servito il 49,6% delle offerte; nei 7 anni successivi il numero degli intermediari si è più che dimezzato (14 *advisor*), e conseguentemente è notevolmente cresciuta la quota di mercato riferibile ai maggiori cinque (72,4%).

Tab 3.1 – Concentrazione advisor

	Advisor Legale Offerente (1)	Advisor Finanziario Offerente (2)	Advisor Finanziario CdA Emittente (3)	Advisor Finanziario Amm.ri indipendenti (4)	Responsabile della Raccolta (5)
<b>2007-2019</b>					
Numero advisor	52	60	52	42	40
Quota di mercato primi 5 advisor	44,3%	35,3%	42,5%	28,4%	60,4%
<b>2007-2012</b>					
Numero advisor	33	38	37		33
Quota di mercato primi 5 advisor	46,3%	37,1%	43,5%		49,6%
<b>2013-2019</b>					
Numero advisor	32	35	25		14
Quota di mercato primi 5 advisor	46,4%	33,3%	50,8%		72,4%

Nota: (1) Dati disponibili per l'87% delle offerte (2007-2019); (2) Dati disponibili per il 73% delle offerte (2007-2019); (3) Dati disponibili per il 70% delle offerte (2007-2019); (4) Dati disponibili per il 78% delle offerte (2007-2019); (5) Dati disponibili per il 99% delle offerte (2007-2019).

Un approfondimento merita il ruolo dei Global Information Agent (d'ora in avanti "GIA"), consulenti di supporto all'offerente - tipicamente nelle offerte su titoli azionari - nella comunicazione dei contenuti e finalità dell'offerta (Tab. 3.2).

Il mercato è, in sintesi, equamente diviso tra due operatori. Nel periodo considerato, quasi la metà delle offerte (46%) vede un GIA tra i consulenti dell'offerente. Particolarmente interessante è il netto *trend* di crescita registrato negli anni (Fig. 3.1). Tale tendenza appare molto più netta se si verifica il fenomeno su un campione di offerte azionarie, ossia su quelle in cui è certamente individuabile il fine di massimizzare - anche attraverso l'opera del GIA - il tasso di adesione<sup>68</sup>. Con

68 Non tutte le offerte condividono questo obiettivo. In un'offerta obbligatoria, che non sia altresì finalizzata al *delisting* del titolo, ad esempio, l'offerente dovrebbe in teoria preferire la minima adesione e corrispondentemente il minimo esborso finanziario. È quindi praticamente certo che, in una simile offerta, non venga ingaggiato un GIA. Similmente non ha senso sollecitare l'adesione e ingaggiare un GIA negli obblighi di acquisto. Dal campione di offerte azionarie considerate, sono inoltre escluse i) le offerte parziali, nelle quali di norma si verifica il problema opposto di un'adesione superiore alla quantità oggetto di offerta, e ii) quelle di controvalore minimo, sulle quali il costo (fisso) della consulenza avrebbe un impatto maggiore. Le offerte selezionate nella seconda statistica, quindi, includono le offerte totalitarie, su titoli azionari quotati (MTA, MIV, AIM), con controvalore massimo superiore a 10 mln, volontarie (esclusi *buyback*) o obbligatorie con *delisting* programmato. Sono escluse le operazioni di obbligo d'acquisto autonome.

riferimento a queste ultime, infatti, la presenza dei GIA, partendo da valori intorno al 30% (2007-2009) raggiunge la totalità dei casi in 3 degli ultimi 4 anni.

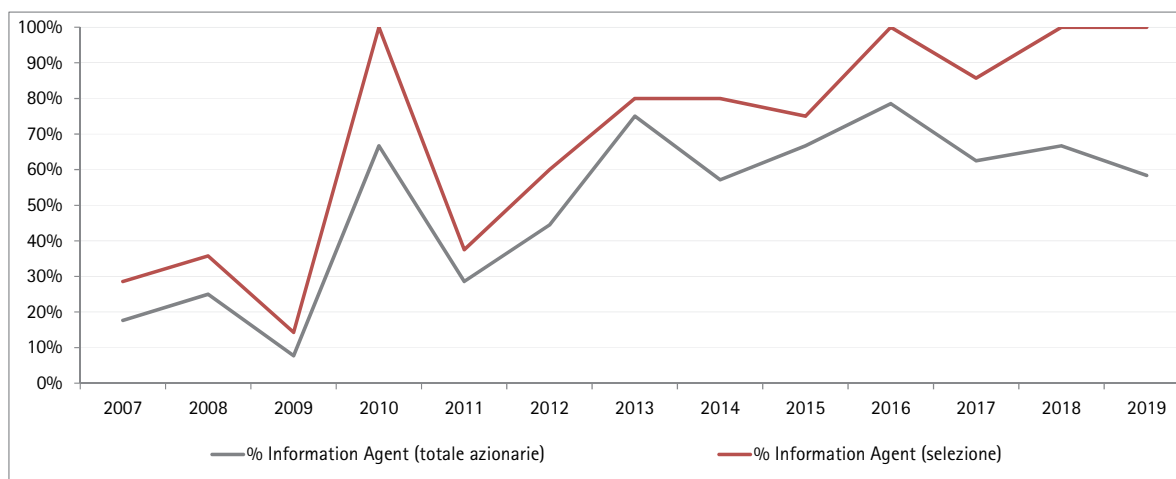
In secondo luogo, si sottolinea come l'attività del GIA, e i contenuti delle sue interlocuzioni con gli investitori, non siano soggetti ad una attività di vigilanza diretta e regolamentata da parte della Consob, a differenza del documento di offerta.

**Tab 3.2 – Offerte con Information Agent**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Totale
N. offerte su azioni	17	20	13	6	14	9	8	7	6	14	16	15	12	157
di cui, con Information Agent	3	5	1	4	4	4	6	4	4	11	10	10	7	73
% Information Agent (totale azionarie)	18%	25%	8%	67%	29%	44%	75%	57%	67%	79%	63%	67%	58%	46%
N. offerte – selezione <sup>(1)</sup>	7	14	7	4	8	5	5	5	4	7	7	8	5	86
di cui, con Information Agent	2	5	1	4	3	3	4	4	3	7	6	8	5	55
% Information Agent (selezione)	29%	36%	14%	100%	38%	60%	80%	80%	75%	100%	86%	100%	100%	64%

(1) Offerte totalitarie, su titoli azionari quotati (MTA, MIV, AIM), con controvalore massimo superiore a 10 mln, volontarie (esclusi buyback) o obbligatorie con delisting programmato (no obbligo d'acquisto)

**Fig 3.1 – Crescita delle offerte con Information Agent**



Il compito del GIA è, nella sostanza, quello di organizzare un call center avente, quale funzione primaria, quella di raggiungere gli investitori in modalità *inbound* (numero verde) e/o *outbound* (più raro, data la difficoltà a reperire identità e contatti degli investitori). Le risposte dei centralinisti sono basate sui contenuti di un report di poche pagine (ca. 15) predisposto dal GIA, riassume le informazioni "essenziali" contenute nel Documento di Offerta reso pubblico.

Il tema del crescente ricorso a servizi dei GIA pone due elementi di interesse e criticità a livelli di *policy*.

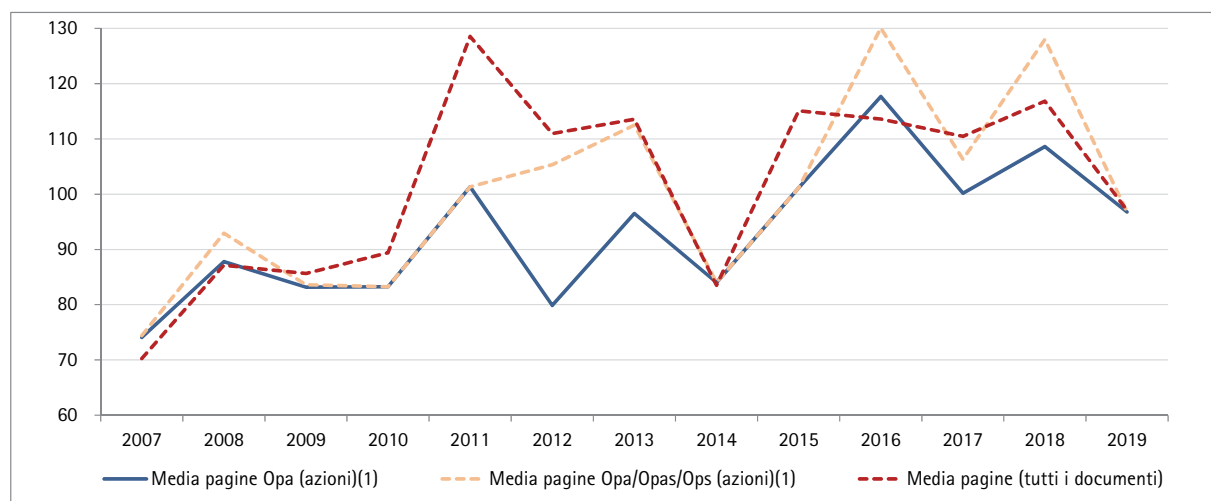
*In primis* si sottolinea come l'attività del GIA, e i contenuti delle sue interlocuzioni con gli investitori, non siano soggetti ad una attività di vigilanza diretta e regolamentata da parte della Consob, a differenza del documento di offerta.

In secondo luogo, la necessità di ricorrere ad un contatto telefonico basato su un sunto del documento di offerta sembra denunciare l'incapacità, o quantomeno l'insufficienza, del presidio di trasparenza rappresentato dal documento stesso. In questo senso, non può non ipotizzarsi un nesso tra il sempre più frequente ricorso ai servizi del GIA e la crescente complessità (misurata dalla lunghezza) dei documenti approvati. La Fig. 3.2 evidenzia una crescita chiaramente costante della lunghezza dei documenti di offerta. Focalizzandoci sulle offerte con corrispettivo in denaro (Opa) su titoli azionari quotati (o negoziati su AIM), che rappresentano la maggioranza delle offerte – la lunghezza media è passata dalle 70 pagine del 2007 alle 98 del 2019 (con un picco di 118 nel 2016).

Se si considera come spartiacque l'anno 2011 – anno in cui entra in vigore la regolamentazione secondaria che disciplina il contenuto del documento di offerta – si apprezza ancora maggiormente la crescita: la media delle pagine è 82,1 nel periodo 2007-2010; 98,5 nel periodo 2011-2019. Includendo nell'analisi anche le Opas e le Ops, in *trend* rimane simile (83,6 di media nel primo sotto-periodo contro 107,3 del secondo), ma spostato su valori medi più alti stante il maggiore spettro informativo coperto dai documenti (più dettagliata descrizione dell'offerente e soprattutto informazioni sullo strumento offerto in scambio).

I valori medi di tutti i documenti approvati risentono, infine, di alcuni casi anomali di elevata ponderosità in relazione ad alcune offerte su pluralità di strumenti obbligazionari.

**Fig 3.2 – Lunghezza dei documenti**



Nota metodologica: (1) offerte - esclusi obblighi di acquisto - su titoli azionari negoziati su MTA, MIV, AIM

\* \* \*

La consulenza finanziaria prestata al Consiglio di Amministrazione dell'emittente e/o ai suoi membri indipendenti si sintetizza in un giudizio sulla congruità sul corrispettivo offerto.

Tale giudizio tende largamente ad essere positivo: con riferimento a tutte le offerte, i giudizi di non congruità rappresentano solo il 15,5% dei casi; con riferimento alle sole offerte su titoli azionari, il 10,5% (il 5% negli ultimi 7 anni).

Una percentuale tripla (28%) si riscontra però con riferimento ad un sottoinsieme di offerte la cui logica appare opposta a quella tradizionale, nel senso di un chiaro disinteresse da parte dell'offerente ad alti livelli di adesione. Si tratta delle (25) offerte obbligatorie senza programma di *delisting* del titolo.

Di contro, il giudizio sulla congruità rimane ampiamente positivo (82% dei casi) anche con riferimento alle 24 offerte caratterizzate da premi negativi (c.d. "offerte a sconto") per le quali, in teoria, ci si potrebbero attendere giudizi più dubbiosi circa la congruità del prezzo offerto.

La difformità di valutazione da parte degli amministratori indipendenti rispetto al giudizio di congruità espresso dalla maggioranza del CdA è stata registrata una sola volta.

### 3.4 *Delisting*

Più della metà delle offerte su titoli azionari promosse nel periodo di analisi prevede il *delisting* della società *target* tra i programmi futuri dell'offerente (109 offerte su 174, pari al 60,6%). Queste "offerte con *delisting* programmato" sono equamente suddivise tra offerte obbligatorie e volontarie (Tab.4.1).

Tra le prime si annoverano, oltre alla totalità degli obblighi di acquisto (14), anche 41 offerte obbligatorie in senso stretto (pari al 61,2% del totale della categoria) in cui il *delisting* assume una funzione accessoria rispetto ad una primaria operazione di *takeover* (concordato o *friendly*- si veda § 3.5.2).

Le 54 offerte volontarie (pari all' 80,6% del totale della categoria) sono invece prevalentemente rappresentate da offerte lanciate dal socio di controllo, proprio con il fine specifico di arrivare alla revoca del titolo azionario.

La rilevanza del *delisting* come obiettivo – diretto o ancillare – delle offerte emerge ancora più nettamente se dall'universo complessivo delle offerte azionarie si escludono quelle a cui il *delisting* per definizione non si può applicare (ossia le offerte parziali e le offerte su azioni non quotate sul MTA, su MIV o su AIM): in questi nuovi termini, le offerte con *delisting* programmato (148 operazioni) rappresentano il 73,6% del totale.

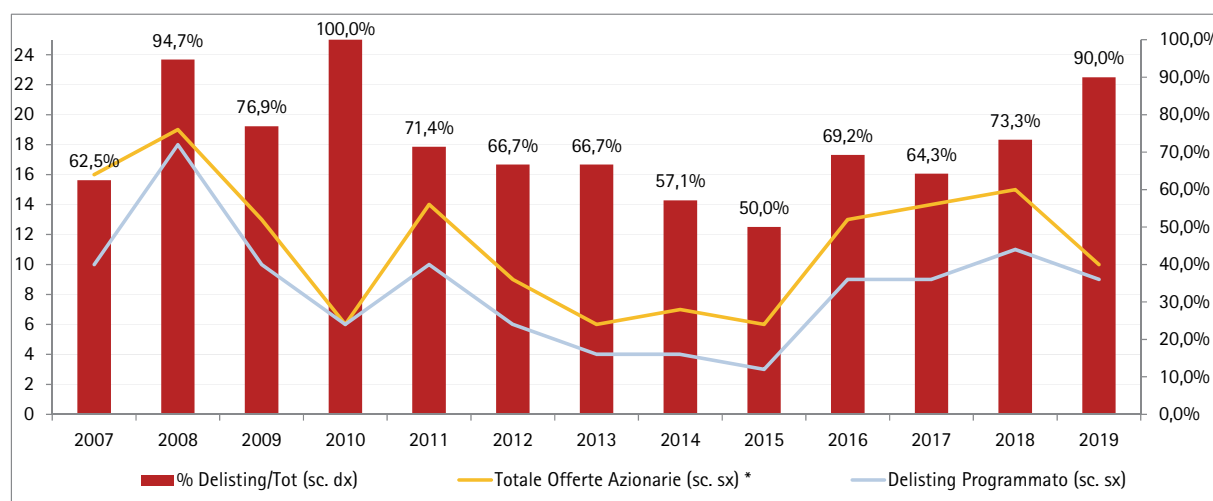
Tab 4.1 – Offerte con *delisting* programmato

Offerte con <i>delisting</i> programmato								
	Totale Offerte Azionarie [A]	Totale Offerte Azionarie(*) [B]	Obbligatoria	Obbligo di acquisto	Volontaria	Totale [C]	% [C/A]	% [C/B]
2007	19	16	4	3	3	10	52,6%	62,5%
2008	21	19	2	2	14	18	85,7%	94,7%
2009	15	13	3		7	10	66,7%	76,9%
2010	6	6	1	2	3	6	100,0%	100,0%
2011	22	14	3	2	5	10	45,5%	71,4%
2012	10	9	1		5	6	60,0%	66,7%
2013	8	6	3		1	4	50,0%	66,7%
2014	7	7	2		2	4	57,1%	57,1%
2015	6	6	2		1	3	50,0%	50,0%
2016	14	13	8		1	9	64,3%	69,2%
2017	16	14	4	1	4	9	56,3%	64,3%
2018	18	15	5	2	4	11	61,1%	73,3%
2019	12	10	3	2	4	9	75,0%	90,0%
Totale	174	148	41	14	54	109	62,6%	73,6%

\* escluse le offerte parziali e su azioni non quotate su MTA, MIV, AIM

La Fig. 4.1 mostra l'evoluzione nel tempo dell'incidenza delle offerte con *delisting* programmato sul totale. Pare evidente un andamento in crescita negli ultimi 4 anni, con l'incidenza passata da 50,0% del 2015 al 90,0% del 2019.

Tab 4.1 – Offerte con *delisting* programmato



\* Escluse Offerte parziali e su azioni non quotate su MTA, MIV, AIM



L'incidenza dei *delisting* del 2019 (90%) non risulta di per sé eccezionale, essendosi già in passato raggiunti valori simili o superiori (2008; 2010). Quello che colpisce di questo *trend* recente è l'assenza di una chiara correlazione (negativa) con l'andamento del mercato secondario.

La Fig. 4.2, affiancando l'incidenza dei *delisting* e l'andamento della borsa italiana (Indice FTSE Italia All-Share), chiarisce il punto.

Dal 2007 al 2010 si assiste a un forte incremento del peso dei *delisting* (dal 62,5% al 100%). Questo fenomeno sembra si possa spiegare con il drammatico crollo dei prezzi di borsa a causa della crisi dei *subprime* e il fallimento Lehman. Tra l'inizio del 2007 e il marzo 2009, infatti, l'indice di mercato ha registrato una contrazione record di circa il 70%. Il recupero del 2009 non è stato certamente sufficiente a colmare il divario creatosi: ancora per tutto il 2010 le quotazioni restavano a circa la metà del livello raggiunto nei massimi del 2007. In una fase di così rapida discesa dei prezzi e di mantenimento a livelli storicamente bassi, si può facilmente intuire la convenienza a promuovere un numero particolarmente rilevante di *going private deal*.

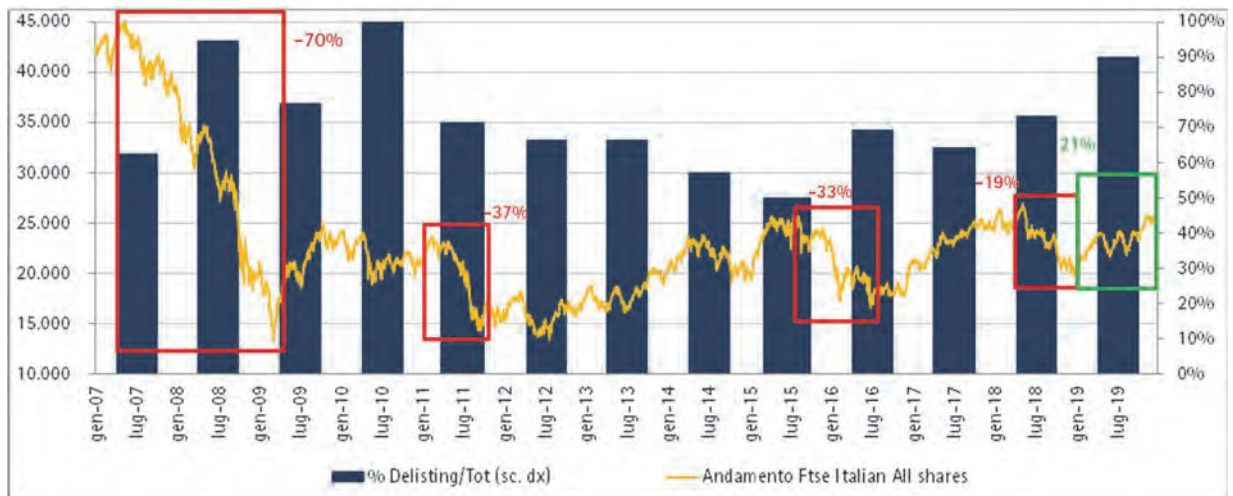
Si è visto che un simile incremento dell'incidenza dei *delisting* è riscontrabile negli ultimi 4 anni (dal 50% a 90%), quando i mercati hanno avuto un andamento certamente non negativo (+27% dal 1/1/2015 al 31/12/2019)<sup>69</sup>La spiegazione di questa recente tendenza pare quindi possa essere ricercata in una più profonda "disaffezione" verso lo *status* di società quotata, in un cambio strutturale del paradigma dei mercati dei capitali da ricondurre nell'ampio dibattito in corso in materia di prevalenza dei *private markets* sui *public markets*<sup>70</sup>.

Tale tendenza sembra confermata dai primi dati relativi al 2020: nel primo semestre sono state promosse 6 offerte su titoli azionari, 5 delle quali (83,3%) con *delisting* programmato.

69 Il periodo 2015-2019 è stato caratterizzato anche da importati movimenti discendenti ma sempre seguiti da forti recuperi.

70 Passando sinteticamente in rassegna i vari studi condotti dalla letteratura internazionale sul fenomeno del *going private*, le principali motivazioni che spingono verso la realizzazione di queste operazioni possono essere sintetizzate nelle seguenti ipotesi: (i) rifocalizzazione degli interessi, degli obiettivi e dei comportamenti adottati dai principali attori dell'organizzazione, facilitando la creazione di valore- c.d. *incentive realignment* (RENNEBOOG e SIMONS, 2005); (ii) attenuazione del fenomeno del *free riding* (RENNEBOOG et al., 2007; GERANIO e ZANOTTI, 2010); (iii) importanti riduzioni dei costi di transazione (RENNEBOOG et al., 2007 *op. cit.*; DEANGELO et al., 1984); (iv) elemento non trascurabile nella decisione di abbandonare la Borsa, sono riconducibili alle commissioni da corrispondere all'organizzatore del mercato e ai costi indiretti relativi sia alla produzione delle informazioni sia alla compliance regolamentare richiesta dalla normativa (DEANGELO et al., 1984 *op. cit.*); (v) i *going private* possono essere considerati anche uno strumento anti scalata (LOWENSTEIN, 1985); (vi) un'altra motivazione riguarda la sottovalutazione del titolo, soprattutto a seguito dello scoppio della crisi economico/finanziaria del 2007 (questo fenomeno, riguarda più frequentemente società con bassa capitalizzazione e dimensioni ridotte, che non hanno un'elevata attrattività per il mercato - cfr. BHARAT e DITTMAR, 2010); (vii) per favorire una ristrutturazione e un risanamento della società senza dover temere le limitazioni che lo *status* di *listed company* comporta; (viii) un aumento dei benefici fiscali dovuto all'incremento del *leverage* (precisamente, gli autori - RENNEBOOG et al., 2007, *op. cit.*; MEHRAN e PERISTIANI, 2010- concordano nell'impossibilità di attribuire alla questione fiscale una rilevanza determinante nella decisione di intraprendere un *going private*, anche se rimane un fattore importante). Per una panoramica sul fenomeno della disaffezione alla quotazione delle *company* nel mercato statunitense, cfr. CHEMMANUR, HE, Ren X. Shu, 2020.

Fig 4.2 – Incidenza del *delisting* e andamento dei mercati



La Tab. 4.2 mostra cosa succede alle società *target* di Opa con *delisting* programmato. Nella grande maggioranza dei casi (82, pari al 75% del totale) il *delisting* si realizza già tramite l'offerta. In 21 dei 27 casi rimanenti, la quotazione della società viene comunque revocata nei mesi successivi. Il *delisting* si realizza prevalentemente tramite una fusione inversa in società non quotata (7 casi), tramite la promozione di una (seconda) offerta (5 casi) o tramite superamento della soglia del 90% del capitale e conseguente promozione di un obbligo di acquisto ai sensi dell'art.108 del TUF. In tutti i precedenti casi la revoca si perfeziona in media entro l'anno, con l'eccezione dei casi in cui questa sia realizzata tramite fusione in non quotata<sup>71</sup>.

Il mantenimento dello *status* di società quotata è un evento del tutto residuale (6 casi, pari al 6% delle offerte con *delisting* programmato).

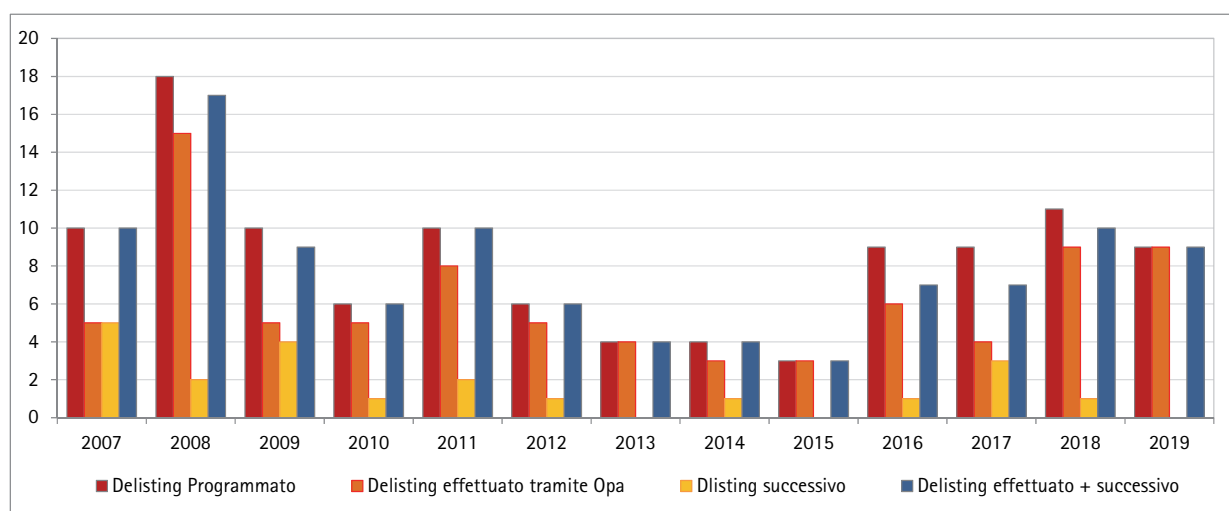
Tab 4.2 – *Delisting* programmati e non realizzati

Delisting Programmati	109		
di cui: <i>delisting</i> Programmati – realizzati tramite offerta	82		Giorni post offerta (mediana)
di cui: <i>delisting</i> Programmati – realizzati post offerta	21		
		per fallimento	1
		per revoca Borsa	2
		tramite offerta	5
		tramite obbligo di acquisto	5
		per fusione in quotata	1
		per fusione in non quotata	7
di cui: <i>delisting</i> Programmati – non realizzati	6		

71 I dati relativi a questo gruppo mostrano, comunque, alta variabilità: in due casi il *delisting* avviene dopo circa 3 e 7 anni; negli altri 5 dopo circa un anno (media).

La Fig. 4.3 illustra questo fenomeno. Considerando anche i *delisting* effettuati nei mesi successivi alla prima offerta, i *delisting* realizzati tendono a coincidere con i *delisting* programmati. In altri termini, la revoca dalla quotazione dei propri titoli e la rinuncia allo *status* di società quotata è decisione di tale portata strategica - dunque solitamente attentamente programmata e attuata, che difficilmente si può pensare non vada a buon fine almeno nel medio periodo. Gli eventuali "fallimenti" in sede di (prima) offerta, anche per l'efficace contrasto da parte di terzi, hanno per definizione natura provvisoria: un "*delisting* programmato", quindi, è destinato a diventare "*delisting* realizzato".

Fig 4.3 – *Delisting* programmati vs. realizzati



Gli emittenti che si sono effettivamente revocati tramite un'offerta o a seguito di un'offerta sono stati 93<sup>72</sup> 73. Il valore complessivo delle società oggetto di *delisting*<sup>74</sup> è stato pari a 85,5 mld di euro.

La Fig. 4.4 mostra come tale valore sia cresciuto negli ultimi anni. Nel periodo 2007-2013, a fronte di 56 *delisting*, il valore complessivo di capitalizzazione delle società bersaglio è stato pari a circa 26 miliardi di euro, per un valore medio

72 Il dato si può derivare anche partendo da quelli delle offerte (Tab. 4.2), sommando i *delisting* realizzati tramite Opa (82) ai *delisting* realizzati *post* Opa (21), sottraendo da questi ultimi i 10 *delisting* (*ex post*) avvenuti tramite offerta o obbligo di acquisto. Quest'ultima operazione si rende necessaria per evitare un *double counting* di emittenti.

73 Questo dato, e la sua distribuzione nel tempo, rappresenta solo una buona approssimazione dei reali *delisting* di titoli azionari dall'MTA.

Per quanto riguarda il numero, infatti, l'analisi non tiene conto delle revoche di titoli non oggetto di Opa: benché la promozione di un'offerta sia la modalità più frequente di raggiungere il *delisting*, lo stesso obiettivo può essere infatti ottenuto tramite altre operazioni (ad es. fusione con società non quotata). Si aggiungano, inoltre, i casi di perdita dei requisiti per il mantenimento dello status di società quotata.

Per quanto riguarda la tempistica, si sottolinea come nella Fig. 4.4 si faccia riferimento all'anno di promozione dell'offerta, non dell'avvenuta revoca del titolo.

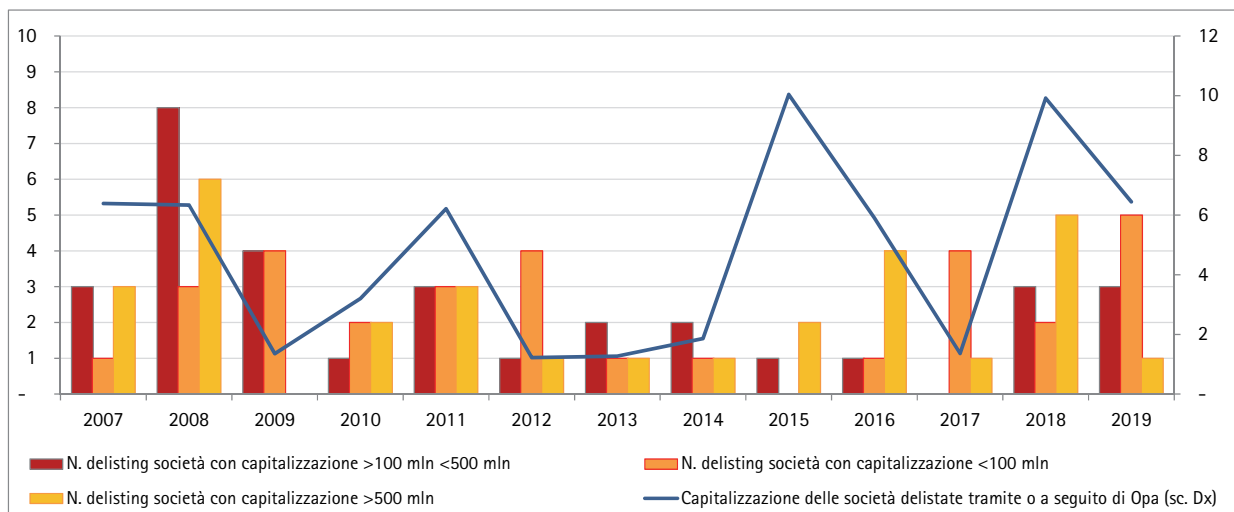
74 Calcolato sulla base del corrispettivo dell'Offerta.

pari a 464 milioni. Nei 6 anni successivi, a fronte di un numero di *delisting* sensibilmente inferiore (37), il valore complessivo di capitalizzazione delle società target è stato pari a circa 59 miliardi di euro, per un valore medio quadruplicatosi a 1.608 milioni.

Si sottolinea che il dato è sicuramente influenzato da un *delisting* di straordinarie dimensioni (Luxottica, con capitalizzazione pari a ca. 24 miliardi di euro) avvenuto nel 2018. Tuttavia, anche scomputando tale operazione, il valore medio dei *delisting* degli ultimi 6 anni rimane pari al doppio circa (960 milioni) del periodo precedente.

In sintesi pare chiaro il *trend*: negli ultimi anni i *delisting*, pur diminuendo in valore assoluto (probabilmente anche a seguito della contrazione delle società quotate sul MTA)<sup>75</sup> aumentano in proporzione al totale delle offerte promosse (cfr. Fig. 4.1) e riguardano sempre più spesso società di grandi dimensioni. Nel solo 2018, sono state registrate, oltre a Luxottica, altre tre offerte su società di capitalizzazione superiore al miliardo di euro (Ansaldo STS, Ei Towers, Yoox Net A-Porter Group, a cui si può aggiungere, nei primi mesi del 2019, Parmalat).

Fig 4.4 – Valore delle società oggetto di *Delisting* (miliardi di Euro)



Anche l'elenco delle maggiori dieci società revocate (Tab. 4.3) sembra confermare questo trend, con 7 casi su 10 che si sono verificati negli ultimi 6 anni.

75 Sul MTA risultavano quotate 263 società nel 2007, contro 239 nel 2019 (-9%). La serie storica ha visto un valore massimo di 280 emittenti nel 2009, per poi diminuire costantemente negli anni successivi.

Tab 4.3 – Maggiori dieci *delisting*

Emittente (Nome)	Anno	Offerente "sostanziale"	Capitalizzazione target *	Nazionalità Offerente "sostanziale"	Tipologia Offerente "sostanziale"
Luxottica	2018	EssilorLuxottica	24.573.001.121	Italiana	Gruppo (industriale/bancario/assicurativo)
Pirelli & C.	2015	ChemChina	7.136.102.730	Paese extra UE (No USA)	Gruppo (industriale/bancario/assicurativo)
Parmalat	2019	Gruppo Lactalis	5.287.176.579	Paese UE (No UK)	Gruppo (industriale/bancario/assicurativo)
Bulgari	2011	Lvmh Moët Hennessy - Louis Vuitton sa	4.121.197.308	Paese UE (No UK)	Gruppo (industriale/bancario/assicurativo)
Fastweb	2007	Swisscom	3.736.880.465	Paese extra UE (No USA)	Gruppo (industriale/bancario/assicurativo)
Italcementi	2016	HeidelbergCement AG	3.702.269.208	Paese UE (No UK)	Gruppo (industriale/bancario/assicurativo)
Yoox Net A-Porter Group	2018	Richemont – (Compagnie Financière Richemont)	3.497.370.014	Paese UE (No UK)	Gruppo (industriale/bancario/assicurativo)
World Duty Free	2015	Dufry AG	2.608.830.000	Paese UE (No UK)	Gruppo (industriale/bancario/assicurativo)
Valentino Fashion Group	2007	Permira	2.593.720.570	UK	Fondo
Ansaldo STS	2018	Hitachi Rail Italy Investments	2.540.000.000	Paese extra UE (No USA)	Gruppo (industriale/bancario/assicurativo)
Ei Towers	2018	F2i	1.610.955.489	Italiana	Fondo

\* Calcolata al corrispettivo di offerta

Un confronto tra i *delisting* tramite (o a seguito di) offerta e le ammissioni a negoziazione permette di registrare la dinamica del mercato di borsa. Pur trattandosi di un dato spurio, si ha con immediatezza una fotografia dei flussi finanziari in entrata e in uscita dal mercato<sup>76</sup>.

Le operazioni di *delisting* sono per numerosità e dimensione tali da ridurre o addirittura annullare il contributo delle recenti IPO (e ammissioni alla quotazione da AIM) allo sviluppo del mercato (regolamentato) domestico.

Nonostante il significativo numero, per il mercato italiano, di nuove quotazioni (48), negli ultimi 6 anni l'incremento delle società quotate sul MTA al netto dei *delisting* è stato di sole 17 unità. La capitalizzazione complessiva di borsa, calcolata al netto delle fluttuazioni delle quotazioni è diminuita di circa 15 miliardi.

Per completezza si ricorda che l'operazione di *delisting* di maggiori dimensioni dalla borsa italiana (Luxottica) ha dato seguito ad una successiva quotazione su altro mercato regolamentato europeo.

<sup>76</sup> Non si considerano, infatti le ammissioni a negoziazione senza Ipo (ad esempio derivanti da scissione di società quotata) né le *revoche* non precedute da offerta (cfr. nota 73). Considerando anche tali eventi, i saldi risulterebbero sicuramente meno positivi.

kjm,-Tab 4.4 – IPO e Opa

	Incremento capitalizzazione MTA per nuove quotazioni	Decremento capitalizzazione MTA per Opa	Variazione netta capitalizzazione MTA	Incremento società MTA per nuove quotazioni	Decremento società MTA per Opa	Variazione netta società MTA
2014	6.882	(1.859)	5.023	6	(4)	2
2015	13.723	(10.043)	3.680	9	(3)	6
2016	3.011	(5.902)	(2.891)	3	(6)	(3)
2017	10.434	(1.266)	9.168	9	(4)	5
2018	3.184	(33.808)	(30.624)	12	(9)	3
2019	7.069	(6.072)	997	9	(5)	4
Totale	44.302	(58.949)	(14.646)	48	(31)	17

Un ultimo *trend* che vale la pena sottolineare riguarda l'AIM.

Negli ultimi tre anni sono cresciute le offerte promosse sul MTF dedicato alle PMI: dalle prime 2 Opa del 2017 si è arrivati alle 4 del 2019, per un totale di 8 (su titoli azionari, più una su obbligazioni convertibili). Un fenomeno, quindi, di crescente rilevanza. In 7 casi su 8 l'offerta è accompagnata da un programma di *delisting*, realizzatosi in 6 casi (Tab. 4.5). La capitalizzazione media delle società *target* è stata significativa, pari a circa il doppio dei valori medi del mercato AIM dell'anno.

Questi dati mostrano come neanche il *junior market* sia estraneo alla tendenza di *going private* registrata sul mercato regolamentato.

Questo *trend* in qualche modo costringe a riconsiderare il contributo effettivamente garantito dall'AIM nell'apertura del capitale delle PMI attraverso un acclimatemento nel mercato dei capitali finalizzato alla successiva quotazione sul mercato regolamentato (MTA). Nel periodo 2017-2019, infatti, si può notare che a fronte della maturazione di 12 PMI protagoniste del salto di categoria da AIM a MTA, altre 6, come detto, sono dopo la prima fase di sviluppo hanno optato per un ritorno al mercato privato.

Tab 4.5– *Delisting* dall'AIM

	Totale offerte	di cui: con <i>delisting</i> programmato	Delisting effettuati (in Opa)	Capitalizzazione complessiva "persa"	Capitalizzazione media società revocata	Capitalizzazione media Mercato AIM <sup>(1)</sup>
2017	2	2	1	92.808.267	92.808.267	50.081.877
2018	2	1	1	101.256.173	101.256.173	58.411.375
2019	4	4	4	338.708.430	84.677.108	58.726.071

(1) Al 31 dicembre

## 3.5 Motivazioni delle offerte

### 3.5.1 Una possibile tassonomia

Nell'immaginario collettivo, il termine Opa è associato al concetto di "scalata", più o meno ostile, al capitale (azionario) di una società. È questa una delle possibili finalità di un'offerta: sicuramente la più riconosciuta e analizzata a livello accademico, soprattutto in ragione delle particolari dinamiche di alcuni ordinamenti anglosassoni, ma non l'unica e certamente non la più frequente in molti sistemi, incluso quello italiano.

Un'offerta pubblica di acquisto (e/o scambio) è, più genericamente, un'offerta irrevocabile con cui un operatore economico mira ad acquisire in maniera efficiente (velocità dell'esecuzione e riduzione dei costi) una considerevole quantità di strumenti finanziari. Molteplici possono essere le tipologie di strumento oggetto di offerta (non solo azioni) e molteplici le finalità sottese a tale operatività.

Di seguito si presenta una possibile macro-classificazione delle motivazioni di un'offerta.

#### *Acquisizione di controllo con business combination*

L'offerta è connessa a un'operazione di acquisizione del controllo societario (*takeover*), nel senso che può essere finalizzata/strumentale a tale acquisizione (*hostile takeover* realizzata tramite offerte volontarie) ovvero può essere conseguenza della avvenuta acquisizione di un pacchetto di maggioranza almeno relativa (*friendly takeover* che sfociano in offerte obbligatorie).

Ulteriore caratteristica di questo gruppo di operazioni è l'esistenza di un progetto di *business combination*<sup>77</sup> tra emittente e offerente al fine di sfruttare possibili sinergie. Quest'ultimo risulta quindi essere un operatore "industriale"<sup>78</sup> e non meramente finanziario.

Date le premesse, gli strumenti oggetto di offerta sono azioni ordinarie (in 4 casi azioni privilegiate/*warrant*).

#### *Acquisizione di controllo senza business combination (o "pura")*

Seppur simile alla precedente, le offerte "puramente" finalizzate all'acquisizione del controllo si caratterizzano, per l'appunto, per l'assenza di progetti di *business combination*. L'offerente di norma è, infatti, un operatore finanziario (fondo di *private equity/hedge*<sup>79</sup>) interessato al controllo societario nella convinzione

77 Da intendersi nella più ampia accezione dell'espressione, ricomprendendo dunque tanto vere e proprie operazioni societarie, quanto anche mere condivisioni di strategie e politiche commerciali.

78 Tendenzialmente corrispondente alla categoria "gruppi industriali/bancari/assicurativi" illustrata alla nota 62.

79 Si veda la categoria "fondi" illustrata alla nota 62.

3di poterne migliorare le performance attraverso un perfezionamento della *corporate governance*, una ridefinizione delle strategie, un cambiamento del *management*, etc..

Queste prime due classi di offerte connesse con l'acquisizione del controllo societario contano, in numero, per non più 40% del totale (Tab. 5.1).

### *Delisting*

Questa categoria (circa un quarto del totale) è principalmente rappresentata dalle offerte volontarie promosse dall'azionista di controllo (in media detentore del 74,5% del capitale) con l'unico fine della revoca delle azioni ordinarie<sup>80</sup> (al *delisting* della società) dal MTA/AIM (n.38 offerte).

Sono compresi in questa categoria anche i 14 obblighi di acquisto.

È bene sottolineare come questa categoria di operazioni (n.52 in totale) non corrisponda a quella delle "offerte con *delisting* programmato" (n.109 in totale) illustrate nel precedente paragrafo §3.4. Queste ultime, infatti, comprendono sicuramente le offerte della presente categoria, ma anche i *takeover* (con o senza *business combination*) in cui l'acquisizione del controllo societario è accompagnata anche da un progetto di *delisting*.

### *Buyback*

In questa categoria rientrano le offerte su strumenti finanziari emessi dall'offerente (o società controllanti/controllate). Il gruppo principale (13 casi su 18) è rappresentato dalle offerte di banche o altre società finanziarie sulla totalità di specifiche classi di obbligazioni all'interno di programmi di *liability management*<sup>81</sup>. Rari i casi di *buyback* azionari.

### *Ridefinizione del controllo*

Questa categoria comprende le offerte obbligatorie, promosse ai sensi dell'art. 106 del TUF, che non comportano un reale trasferimento del controllo ma solo una sostanziale modificazione in termini qualitativi (ampliamento dell'ambito soggettivo) o quantitativi (rafforzamento ad esempio tramite operazioni di "societarizzazione" di patti parasociali<sup>82</sup>) del controllo esistente e che quindi non possono venire classificate come acquisizioni di controllo.

80 Non si considerano, quindi, le offerte finalizzate o comunque collegate alla revoca da un mercato regolamentato o da un MTF di strumenti diversi da azioni ordinarie.

81 Si ricorda che dal 2012 le modifiche apportate al Regolamento Emittenti hanno escluso l'applicabilità della disciplina OPA ai *buyback* obbligazionari. Per un maggiore approfondimento sul tema si rinvia alla nota 54.

82 In esse, due o più azionisti legati da un patto parasociale (idoneo a garantire un controllo della società, e comunque superiore alla soglia Opa) decidono di rafforzare il legame e il rapporto di controllo sull'emittente conferendo le proprie partecipazioni in una società di nuova costituzione, che verrebbe di conseguenza a costituire un nuovo socio (con partecipazione superiore alla soglia) su cui incomberebbe l'obbligo di offerta successiva totalitaria.



### Investimento finanziario/Altro

L'ultima categoria comprende offerte mosse da motivazioni meramente finanziarie (oppure non riconducibili a nessuna delle precedenti categorie).

Rientrano in questo gruppo, ad esempio, le 22 offerte promosse su quote di fondo nell'aspettativa di rivalutazione delle relative quotazioni verso valori in linea con il NAV degli strumenti.

Sono ricomprese anche le offerte su azioni ordinarie, spesso parziali e/o relative a strumenti non quotati, che svolgono un ruolo propedeutico o strumentale a più ampie operazioni straordinarie, compresi piani di *capital management* da parte di banche di minori dimensioni.

Infine ricadono nella categoria le (6) offerte su azioni di risparmio legate a parallele offerte da *delisting* di azioni ordinarie del medesimo emittente.

Tab 5.1– Motivazioni delle offerte

Motivazione	Tipologia di strumento oggetto di offerta					Totale	%
	Azione ordinaria	Azione di risparmio	Obbligazione	Quota fondo	Altro		
Acquisizione di controllo con <i>business combination</i>	55				4	59	25,5%
Acquisizione di controllo senza <i>business combination</i>	31					31	13,4%
Delisting	52					52	22,5%
Buyback	5		13			18	7,8%
Ridefinizione del controllo	12					12	5,2%
Investimento finanziario /Altro	19	6	3	22	9	59	25,5%
Totale	174	6	16	22	13	231	

### 3.5.2 Takeover in Italia

Quante sono, in Italia, le offerte effettivamente concernenti il controllo societario? E quanto, tra esse, hanno avuto natura di offerta non sollecitata/ostile?

Innanzitutto, non tutte le offerte sono state promosse su azioni ordinarie, che rappresentano, con rare eccezioni gli unici strumenti rilevanti nelle dinamiche attinenti al controllo societario.

Delle 231 offerte promosse nel periodo 2007-2019, 22 riguardano quote di fondo, 16 obbligazioni, 6 azioni di risparmio e 13 altri strumenti finanziari.

Delle rimanenti 174 offerte su azioni ordinarie, 25 riguardano emittenti non quotati su mercati regolamentati<sup>83</sup>, per i quali l'eventuale disputa per il controllo societario segue regole sostanzialmente differenti da quelle indicate dal TUF.

Delle 149 offerte su titoli azionari quotati, circa la metà è motivata da obiettivi non concernenti il controllo societario: 52 offerte da *delisting* (di cui 38

83 I mercati regolamentati considerati sono l'MTA e il MIV.

volontarie e 14 obblighi di acquisto), 5 *buyback*, 12 offerte obbligatorie di ridefinizione del controllo, 5 offerte per investimento finanziario/altro.

Le offerte effettivamente attinenti al controllo societario sono quindi 75, ossia circa un terzo del totale delle offerte promosse in Italia.

Questa evidenza empirica spinge necessariamente a slegare – nel contesto italiano – il concetto di Opa da quello di cambio del controllo societario. Ancor più semplicistica appare l'abitudine di considerare l'Opa come strumento finalizzato all'acquisizione (in maniera non concordata, o sostanzialmente ostile) del controllo.

Circa due terzi (51 su 75) delle offerte comunque attinenti al controllo societario, infatti, sono offerte totalitarie successive all'acquisizione del controllo (per come presunto dal superamento della soglia Opa). Queste operazioni (offerte obbligatorie ex art. 106 TUF) possono essere definite *friendly takeovers*, presupponendo un accordo per l'acquisto di una partecipazione rilevante tra l'offerente (compratore) e il socio di maggioranza (venditore)<sup>84</sup>.

Neanche le restanti 24 offerte sono tutte offerte non sollecitate e ostili: la maggioranza di esse (14/24), infatti, pur non essendo offerte successive ai sensi dell'art. 106 TUF, è caratterizzata comunque da una qualche forma di accordo tra l'offerente e l'azionista di maggioranza della società *target*:

1. Quattro casi fanno sì riferimento a offerte volontarie totalitarie, ma con impegno del socio di maggioranza di portare in adesione una partecipazione maggiore della soglia Opa. Questa tipologia di offerta, definita "*Friendly takeover*/tipo 2", nella sostanza replica gli effetti economici di una transazione concordata relativa al pacchetto di maggioranza (con conseguente Opa totalitaria successiva), lasciando tuttavia all'offerente la libertà di prevedere condizioni di efficacia, inammissibili in un'offerta successiva;
2. Ulteriori 4 casi, si riferiscono a offerte volontarie totalitarie con impegno di adesione da parte del socio di maggioranza detentore di una partecipazione inferiore alla soglia Opa ("*Friendly takeover*/tipo 3");
3. In 2 casi, infine, l'offerta volontaria totalitaria è stata preceduta dall'acquisto, da parte dell'offerente, di una partecipazione di maggioranza relativa inferiore alla soglia Opa ("*Friendly takeover*/tipo 4").

Infine, in 4 casi si fa riferimento a offerte da parte del socio già in possesso del controllo di fatto tramite una partecipazione inferiore alla soglia Opa. In tali operazioni, l'offerta volontaria sulla totalità del capitale sicuramente è volta a *rafforzare* più che ad *acquisire* il controllo da parte dell'offerente, nel tentativo di consolidarlo in controllo di diritto (per questo tali offerte sono denominate "*Quasi takeover*").

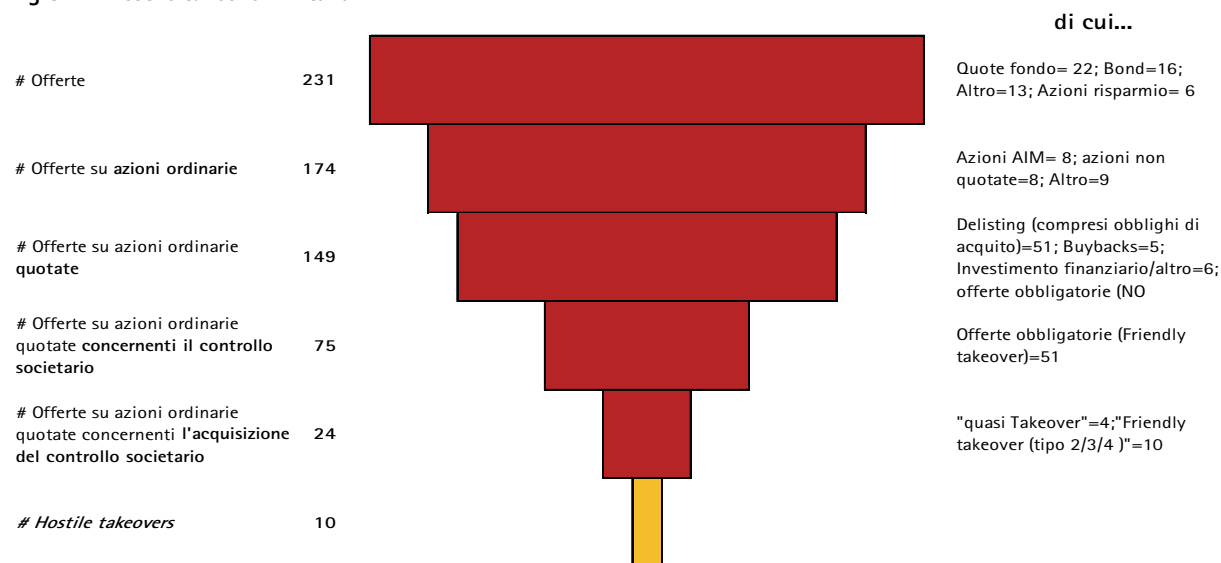
Solo le restanti 10 offerte, quindi, possono essere considerate effettivi *hostile takeovers*, ossia offerte volontarie non sollecitate finalizzate all'acquisizione

<sup>84</sup> Si noti che in questa categoria ricadono solo 51 delle 63 offerte obbligatorie censite nel periodo, in quanto sono state escluse le 12 offerte obbligatorie riclassificate come "ridefinizione del controllo".

del controllo promosse da un operatore esterno alla compagine societaria o comunque, quando socio della società target, in possesso di una partecipazione di minoranza.

Gli emittenti interessati, peraltro, sono solo 7, in virtù dell'esistenza di due offerte concorrenti (di cui una con tre offerenti): in media, quindi, circa uno ogni due anni nel periodo di analisi.

Fig 5.1 – *Hostile takeover* in Italia



È ovvio che sottolineare la (limitata) frequenza dei *takeover* è solo una delle prospettive da cui studiare il fenomeno delle Opa in Italia. La Tab. 5.2 evidenzia come le offerte attinenti all'acquisizione o il passaggio del controllo societario seppur rappresentanti solo il 32,5% del totale, in termini di controvalore pesino per il 64,6%.

Ancora, non si può non sottolineare come un *takeover* ostile, benché evento oggettivamente raro, assuma spesso una rilevanza socio-economica tendenzialmente superiore alle altre offerte promosse sul mercato.

Tab 5.2– Peso dei *Takeover*

	Numero	%	Controvalore (mln Euro)	%
Opa non attinenti al controllo societario	156	67,5%	17.660	35,4%
Opa attinenti al controllo societario	75	32,5%	32.293	64,6%
(di cui)				
<i>Friendly takeover</i>	51		21.546	
<i>Friendly takeover tipo 2</i>	4		1.809	
<i>Friendly takeover tipo 3</i>	4		3.542	
<i>Friendly takeover tipo 4</i>	2		901	
<i>Quasi takeover</i>	4		1.095	
<i>Hostile takeover</i>	10		3.401	

### 3.6 Premi delle offerte

I premi (sconti, quando negativi) delle offerte sono di norma calcolati come differenza percentuale tra il corrispettivo dell'Opa (o dell'equivalente monetario di una Ops/Opas) e il prezzo di mercato del titolo oggetto di offerta. Tale differenza viene solitamente calcolata con riferimento al prezzo di mercato registrato il giorno immediatamente prima dell'annuncio dell'operazione<sup>85</sup> (da qui in avanti "premio a 1 giorno") o al prezzo medio dell'ultimo mese dei 3, 6, 12 mesi precedenti l'annuncio.

La Tab. 6.1 mostra i premi medi delle offerte in base alla tipologia di strumento. I dati non sono disponibili ovviamente per le offerte su strumenti non quotati che non registrano prezzi di mercato. Ne deriva che le evidenze raccolte paiono avere significatività statistica solo con riferimento alle azioni (135 set completi di dati)<sup>86</sup> e alle quote di fondo (20).

I premi delle offerte azionarie sono pari in media al 12,6% rispetto al giorno precedente l'annuncio, e al 14,5% rispetto alla media annuale dei prezzi. Tale "struttura per scadenza" dei premi – sostanzialmente piatta – pare coerente con un andamento dei prezzi dei titoli non particolarmente direzionale (in aumento o in diminuzione) nei 12 mesi precedenti l'annuncio<sup>87</sup>. Si vedranno successivamente situazioni differenziate all'interno delle diverse sotto-classi di offerte azionarie (per tipologia, per finalità).

Le offerte sui fondi mostrano una struttura dei premi diversa, con i premi a 12 mesi (36,3%) molto più elevati di quelli ad un giorno (14,6%, sostanzialmente in linea con quelli azionari). Questa struttura indica offerte promosse su strumenti caratterizzati da una forte crescita in borsa nell'anno precedente l'annuncio.

Ciononostante, queste offerte sono caratterizzate da una bassa percentuale di adesione media (32,9% cfr. § 3.7) e frequente insuccesso di questa tipologia di Opa (47% di offerte sui fondi inefficaci<sup>88</sup> in confronto al 12% relativo a tutti gli altri strumenti). Il quadro sembra coerente con una situazione in cui i corrispettivi, benché sensibilmente "a premio", rimanevano comunque inferiori a valori di NAV – dagli investitori ritenuti una valorizzazione oggettiva – disincentivando l'adesione.

Gli elevati premi delle offerte su azioni di risparmio – per quanto il dato possa essere statisticamente significativo – paiono riflettere da un lato l'ampia sottovalutazione in borsa delle ultime, illiquide, azioni risparmio rimaste sul listino e dall'altra la disponibilità dell'offerente ad offrire un ricco incentivo al fine di raggiungere con certezza l'obiettivo finale della revoca.

85 Si fa riferimento alla data di prima comunicazione dell'offerta (cfr. All. 2 Regolamento Emittenti, punto e.4, secondo alinea), ossia al momento in cui si registra l'impatto dell'offerta sulle quotazioni del titolo target. Tale data di norma corrisponde con la data di pubblicazione del comunicato ex art. 102 TUF. In alcuni casi, tuttavia, la data di prima comunicazione è precedente, ed è individuata dalla pubblicazione di un apposito comunicato ex reg. 596/2014 MAR: è tipicamente il caso di offerte la cui promozione è soggetta a condizioni sospensive (ad esempio, autorizzazioni antitrust).

86 Non sempre i dati sono disponibili, per la medesima offerta, con riferimento a tutte gli orizzonti temporali.

87 Questa osservazione sconta, a sua volta, un'ipotesi di andamento più o meno lineare del titolo nei 12 mesi.

88 L'inefficacia dell'offerta è quasi sempre attribuibile al mancato raggiungimento di una percentuale minima di adesione.

Tab 6.1 – Struttura dei premi per tipologia di strumento

		Premio/Sconto				
		1 giorno	1 mese	3 mesi	6 mesi	1 anno
Azioni Ordinarie	Mediana	8,7%	12,1%	12,9%	14,3%	16,1%
	Media	12,6%	14,6%	15,0%	14,7%	14,5%
	dati validi	135	137	136	136	142
Obbligazioni	Mediana	9,7%	9,8%	1,8%	0,9%	-0,8%
	Media	8,5%	7,1%	0,2%	-5,2%	-9,4%
	dati validi	4	4	4	4	4
Quote Fondi	Mediana	19,6%	20,0%	24,8%	25,6%	31,6%
	Media	14,6%	16,8%	19,9%	21,5%	36,3%
	dati validi	20	19	20	20	20
Azioni Risparmio	Mediana	14,0%	9,7%	11,6%	14,5%	26,8%
	Media	52,3%	29,3%	30,9%	32,7%	38,5%
	dati validi	5	5	5	5	6
Altri	Mediana	-4,3%	-3,8%	-2,6%	-3,6%	16,0%
	Media	18,6%	-3,8%	-2,6%	-3,6%	16,0%
	dati validi	3	2	2	2	2

Un'analisi più approfondita la meritano le evidenze relative ai premi delle offerte azionarie, sia per il significato economico a loro attribuibile, sia per la maggiore attendibilità dei dati.

La Tab. 6.2 presenta una sintesi dei valori con riferimento alle categorie di offerte individuate nel par. § 3.5 in base alle motivazioni delle stesse.

I primi quattro blocchi, quindi, riportano i premi delle offerte inerenti all'acquisizione del controllo, distinguendo tra operazioni promosse o meno con prospettive di *business combination* e tra operazioni successive (obbligatorie) o preventive (volontarie).

Una prima conclusione è che le offerte finalizzate alla realizzazione di una *business combination* presentano premi più elevati rispetto a quelle senza progetto di *business combination*: per le offerte volontarie, la differenza è tra un premio medio (a 1 giorno) di 27,3% e 18,8%; per quelle obbligatorie tra un premio medio di 8,5% e uno di 0,5%.

Differenze anche più nette se il confronto è effettuato sulle altre scadenze temporali (ad es. premi su 12 mesi).

Tab 6.2/a – Analisi dei premi per motivazione dell'offerta

		Premio/Sconto				
		1 giorno	1 mese	3 mesi	6 mesi	1 anno
Acq. controllo con <i>business combination</i> VOLONTARIE	Mediana	16,0%	16,4%	18,8%	22,1%	26,9%
	Media	27,3%	25,1%	27,9%	31,6%	31,3%
	di cui "a sconto"	1	1	1	1	
	dati validi	17	17	17	17	17
Acq. controllo senza <i>business combination</i> VOLONTARIE	Mediana	14,6%	16,2%	18,0%	19,3%	22,1%
	Media	18,8%	21,0%	22,4%	21,2%	16,6%
	di cui "a sconto"					1
	dati validi	8	8	8	8	8
Acq. controllo con <i>business combination</i> OBBLIGATORIE	Mediana	4,5%	3,6%	5,7%	12,5%	19,7%
	Media	8,5%	9,2%	7,5%	10,6%	15,0%
	di cui "a sconto"	9	9	10	9	6
	dati validi	33	33	33	33	33
Acq. controllo senza <i>business combination</i> OBBLIGATORIE	Mediana	1,1%	1,6%	2,4%	5,7%	9,4%
	Media	0,5%	-	-0,1%	0,7%	0,9%
	di cui "a sconto"	9	8	8	9	9
	dati validi	21	21	21	21	21

In secondo luogo, si sottolinea come le offerte volontarie offrano premi medi notevolmente più alti rispetto a quelle obbligatorie: 27,3% contro 8,5% (offerte con *business combination*) e addirittura 18,8% contro 0,5% (offerte senza *business combination*).

Questa seconda evidenza è spiegata dalla presenza, tra le offerte obbligatorie, di premi negativi (sconti), praticamente assenti tra quelle volontarie: il 27% delle offerte obbligatorie con *business combination* è "a sconto", addirittura il 43% di quelle senza *business combination*.

Se si considerano solo i premi in senso stretto, le medie (19,6% per le offerte con *business combination* e 16,1% per le offerte senza *business combination*) risulterebbero, oltre che più vicine tra loro, anche più allineate a quelle delle offerte volontarie.

Le offerte (volontarie) finalizzate al *delisting* presentano un premio medio (a 1 giorno) pari a 14,8%, sensibilmente superiore a quello a 12 mesi (8,1%). Coerentemente, mentre si registrano solo 2 offerte "a sconto" sui premi ad 1 giorno, se ne contano 10 guardando ai premi a 12 mesi.

Tab 6.2/b – Analisi dei premi per motivazione dell'offerta

		Premio/Sconto				
		1 giorno	1 mese	3 mesi	6 mesi	1 anno
Delisting (NO obblighi di acquisto)	Mediana	14,6%	19,5%	21,9%	17,9%	12,2%
	Media	14,8%	20,4%	18,9%	15,3%	8,1%
	di cui "a sconto"	2	1	2	7	10
	dati validi	35	35	37	37	38
Ridefinizione del controllo	Mediana	4,5%	5,7%	4,3%	8,0%	6,6%
	Media	-1,0%	1,4%	2,4%	5,1%	12,2%
	di cui "a sconto"	3	3	3	2	3
	dati validi	10	11	11	11	11
Buyback	Mediana	17,0%	21,4%	24,4%	23,9%	21,5%
	Media	23,0%	25,8%	28,9%	23,3%	21,7%
	di cui "a sconto"					
	dati validi	4	4	4	4	4
Investimento finanziario/Altro	Mediana	28,7%	31,9%	37,8%	30,3%	34,1%
	Media	29,2%	34,4%	39,1%	38,9%	46,3%
	di cui "a sconto"					1
	dati validi	6	6	6	6	6
Obblighi di acquisto	Mediana	11,9%	2,9%	3,0%	3,7%	5,2%
	Media	14,7%	10,8%	9,6%	9,4%	6,8%
	di cui "a sconto"					2
	dati validi	6	7	7	8	8

Questa struttura a scadenza decrescente dei premi riflette la netta discesa dei prezzi del titolo *target* nei 12 mesi precedenti l'offerta. Il quadro restituisce quindi uno schema logico decisamente plausibile di offerte da *delisting* promosse dagli azionisti di controllo tipicamente i) nelle fasi ribassiste del mercato, ii) in presenza di un deterioramento dei fondamentali economico-finanziari della società, iii) a fronte di una progressiva perdita di liquidità del titolo.

Una situazione molto simile si riscontra con riferimento agli obblighi di acquisto, che essendo normalmente attivati dal volontario superamento della soglia del 90% del capitale da parte dell'azionista di maggioranza, nonostante la loro natura obbligatoria appaiono assimilabili alle offerte volontarie finalizzate al *delisting*.

I *buyback* azionari presentano un premio medio (a 1 giorno) superiore alla media (23%), coerentemente con la funzione svolta di distribuzione di valore agli azionisti e sostegno delle quotazioni del titolo.

Un approfondimento meritano le offerte definite "di ridefinizione del controllo". Il premio medio (a 1 giorno) è addirittura negativo (-1%); in quasi un terzo dei casi le offerte sono "a sconto".

Queste offerte, formalmente obbligatorie, esulano tuttavia dalla generale *ratio* delle offerte successive funzionali alla distribuzione alle minoranze del premio di controllo pagato da un acquirente di un pacchetto azionario almeno pari alla soglia Opa (o tale da farla comunque superare).

Come illustrato nelle definizioni, si tratta in questo caso di offerte derivanti da operazioni di rafforzamento o modifica quali/quantitativa, non di acquisizione, del controllo. Ne discende che il superamento della soglia Opa, laddove non sia possibile avvalersi di una delle esenzioni previste, è organizzato quindi nei modi e nei tempi opportuni al raggiungimento del duplice obiettivo di ridefinire gli assetti proprietari secondo le esigenze dei soci coinvolti e di minimizzare l'esborso finanziario. A quest'ultimo fine, la presenza di un premio contenuto è strumentale a ridurre il costo unitario di ogni azione acquistata in offerta e di limitare la percentuale di adesione<sup>89</sup>.

L'analisi dell'evoluzione nel tempo dei premi risulta poco agevole a causa della limitata profondità dei dati una volta distribuiti in serie su dodici anni.

La Fig. 6.1 presenta un tentativo in cui, al fine di garantire un livello minimo di significatività statistica, le offerte (azionarie) sono divise in due macro-categorie (obbligatorie derivanti da acquisizione di controllo e volontarie finalizzate ad acquisizione di controllo o delisting)<sup>90</sup> necessariamente disomogenee al loro interno con riferimento alla finalità.

Escludendo alcuni picchi probabilmente dovuti a singoli casi di natura straordinaria (ad es. il premio della singola offerta obbligatoria del 2010) le serie mostrano due chiari *trend* di riduzione dei valori nel triennio 2011-2013) ma soprattutto nel quinquennio 2014-2019 (particolarmente evidente nel caso delle offerte obbligatorie).

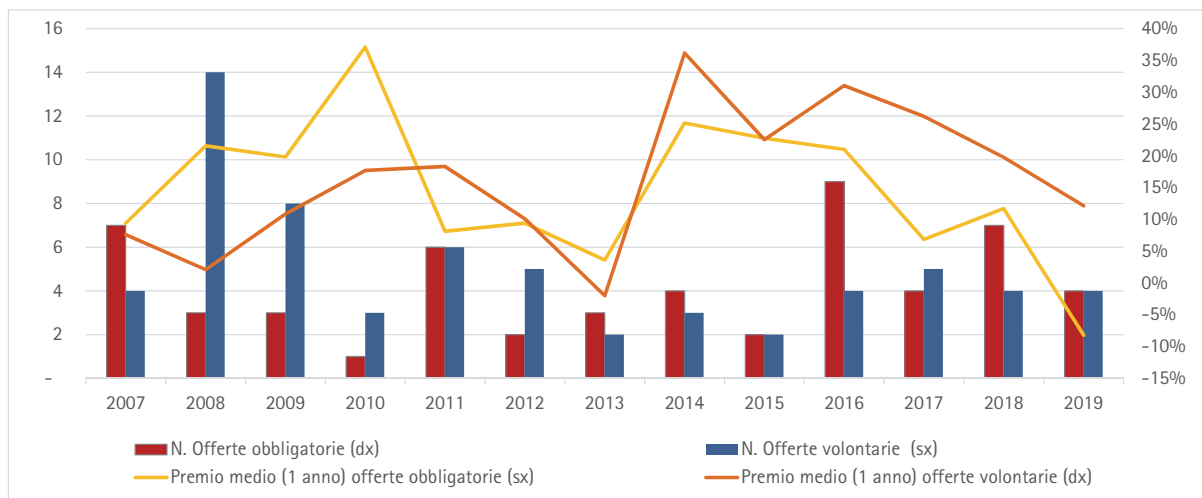
I premi delle offerte obbligatorie, inoltre, risultano decrescenti in particolare in termini relativi, rispetto a quelli delle offerte volontarie: mentre inizialmente (2007-2010), infatti, i primi sono superiori ai secondi, il rapporto si inverte chiaramente negli ultimi 6 anni, con i premi delle offerte obbligatorie nettamente inferiori a quelli delle offerte volontarie.

89 Il tasso di adesione di questa categoria di offerte è infatti tra i più bassi, pari al 45,7% (cfr. Tab 7.2)

90 Sono quindi state escluse – per eccessiva eterogeneità – gli obblighi di acquisto, le offerte di ridefinizione del controllo, i *buyback* e le offerte di investimento finanziario. Al fine di limitare l'influenza di dati anomali sono stati utilizzati i valori mediani.



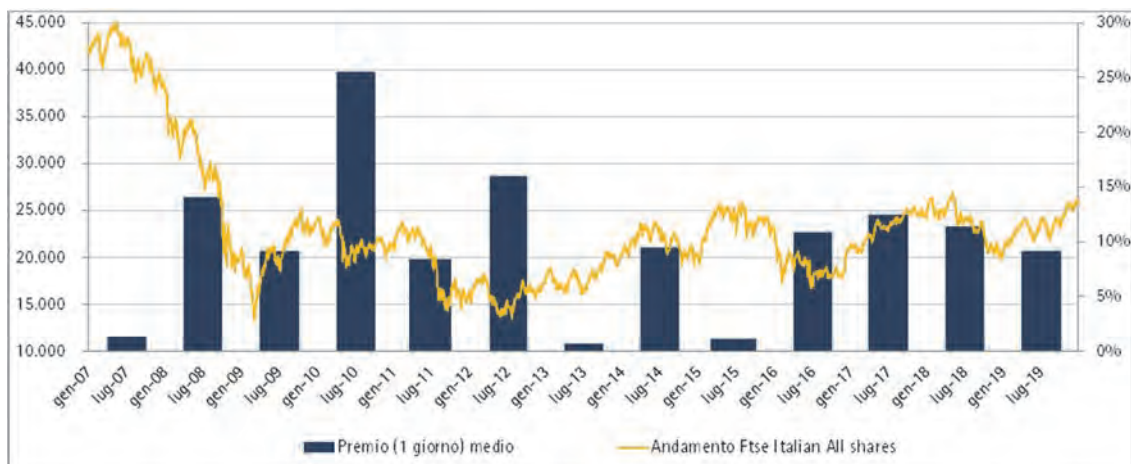
Fig 6.1 – Evoluzione dei premi delle offerte su azioni



Note: Offerte Obbligatorie per acquisizione del controllo (sia con che senza *business combination*); escluse quindi le offerte "di ridefinizione del controllo" e gli obblighi di acquisto. Offerte volontarie: offerte su titoli azionari, totalitarie, per acquisizione del controllo (sia con che senza *business combination*) o finalizzate al delisting.

Guardando alla totalità delle offerte azionarie, i premi medi mostrano tre picchi rispettivamente nel 2010, 2012, 2016 (Fig. 6.2). Il grafico, accostando la serie dei premi all'andamento del mercato secondario, sembra suggerire una possibile correlazione inversa tra le due variabili, con i premi tendenti ad aumentare dopo forti ribassi della borsa.

Fig. 6.2 – Premi delle offerte su azioni e andamento del mercato



\* \* \*

Un confronto tra i premi delle offerte *cash* (Opa<sup>91</sup>) e quelli delle offerte in scambio (Ops e Opas) è sicuramente inficiato dalla differente ampiezza dei campioni.

Ciò premesso, pare evidente come le Ops/Opas offrano premi sensibilmente più alti di quelle *cash* (33% contro 10,3%), evidenza che pare possa spiegarsi nell'esigenza di incentivare l'adesione con un premio dimensionalmente ampio a compensazione della natura intrinsecamente volatile dello stesso.

Tab 6.3 – Premi delle offerte azionarie per tipologia di offerta

		N° offerte	Premio/Sconto					
			1 giorno	1 mese	3 mesi	6 mesi	1 anno	
Azioni ordinarie*	Opa**	108	<i>Mediana</i>	7,6%	11,4%	12,5%	13,6%	15,4%
			<i>Media</i>	10,3%	12,4%	13,1%	13,2%	13,3%
	Opas/ Ops	13	<i>Mediana</i>	24,4%	27,7%	28,5%	16,8%	25,7%
			<i>Media</i>	3,3%	32,8%	32,2%	28,9%	26,0%

\*quotate su MTA

\*\* Esclusi Obblighi di acquisto

\* \* \*

In merito alla struttura del corrispettivo, nelle offerte con corrispettivo in denaro si registra un crescente – benché ancor limitato – ricorso a forme "non lineari", e nello specifico a corrispettivi comprensivi di componenti variabili (*earn out*), condizionali o meno, o alternative opzionali di prezzo. Degli 8 casi registrati (4,6% del totale Opa), 6 sono riferibili agli ultimi 4 anni.

In circa il 10% delle offerte (24 casi) il corrispettivo è stato volontariamente aumentato da parte dell'offerente, con un aumento medio del 21,2%. In due casi l'incremento del prezzo è seguito a un intervento della Consob ai sensi dell'art. 106, comma 3, lettera d), numero 1), del TUF.

Nelle Ops/Opas, il corrispettivo è costituito in 5 casi da azioni non quotate, in 19 casi da azioni quotate, in 19 casi da obbligazioni e in un caso da *warrant*.

### 3.7 Tasso di adesione

Il tasso di adesione, calcolato come rapporto tra numero di strumenti portati in adesione e numero di strumenti oggetto di offerta, può essere considerato quale buona misura del grado di successo dell'offerte stessa<sup>92</sup>.

La Tab. 7.1 mostra tassi di adesione anche molto differenti a seconda delle tipologie di strumenti finanziari coinvolte.

91 Gli obblighi di acquisto sono esclusi dal confronto in quanto possono essere esclusivamente *cash*.

92 Fatto salvo quanto specificato più avanti in merito alla quasi totalità delle offerte obbligatorie.

Tab 7.1 – Tassi di adesione per tipologia di strumento finanziario

		Tasso di adesione				
		Azioni ordinarie	Obbligazioni	Quote fondi	Azioni risparmio	Altri
Tutte	Mediana	69,7%	71,4%	19,2%	68,0%	29,2%
	Media	60,2%	62,1%	32,9%	54,1%	31,2%
	dati validi	161	8	17	6	8
Quotate	Mediana	66,6%				
	Media	58,5%				
	dati validi	148				
Non quotate	Mediana	87,5%				
	Media	79,5%				
	dati validi	13				

Note: escluse le offerte parziali (per cui l'adesione tende ad essere 100%), Mercati di quotazione: MTA, MIV, AIM. Il Tasso di adesione è calcolato come rapporto tra il numero degli strumenti consegnati in offerta e il numero degli strumenti oggetto di offerta.

Le offerte su titoli azionari prevedono in media un'adesione del 60,2%, con una netta divergenza tra le molte (148) offerte su azioni quotate (58,5%) e le poche (13) offerte su azioni non quotate (79,5%). Queste ultime sono offerte promosse da imprese bancarie o assicurative sulle *minorities* di società del gruppo (sempre presente il controllo di diritto da parte dell'offerente, detentore, in media, del 76,6% del capitale della target prima dell'offerta) per finalità di rafforzamento patrimoniale. Il limitato livello di dispersione delle azioni non quotate, la loro illiquidità, e il possibile stretto legame commerciale tra offerente e possessore degli strumenti dovrebbe spiegare l'elevata adesione.

Obbligazioni e azioni risparmio registrano tassi di adesione più o meno allineati, rispettivamente pari al 62,1% e al 54,1%.

Sensibilmente inferiori i tassi di adesione delle offerte sui fondi (32,9%), dato in linea con il frequente insuccesso di questa tipologia di Opa (47% di offerte sui fondi inefficaci in confronto al 12% relativo a tutti gli altri strumenti)<sup>93</sup>.

Similmente basse le adesioni sugli altri strumenti finanziari (31,2%).

Un approfondimento con riferimento alle sole offerte azionarie offre interessanti spunti (Tab. 7.2) di riflessione.

93 Si veda quanto commentato in merito a tali offerte nel precedente paragrafo.

Tab 7.2 – Tassi di adesione delle offerte azionarie

		Tasso di adesione							
		Acquisizione di controllo con <i>business combination</i> – VOLONTARIE	Acquisizione di controllo senza <i>business combination</i> – VOLONTARIE	Acquisizione di controllo con <i>business combination</i> – OBBLIGATORIE	Acquisizione di controllo senza <i>business combination</i> – OBBLIGATORIE	Delisting (NO obblighi di acquisto)	Ridefinizione del controllo	Investimento finanziario /Altro	Obblighi di acquisto
Tutte	Mediana	62,0%	86,2%	76,8%	33,5%	67,2%	52,1%	72,5%	75,3%
	Media	52,6%	72,8%	64,9%	38,7%	63,7%	45,4%	64,5%	71,5%
	dati validi	16	8	33	23	38	12	3	14
Delisting prog.to	Mediana	79,5%	94,8%	81,0%	61,1%				
	Media	57,6%	72,1%	76,2%	54,9%				
	dati validi	8	7	21	13				
NO Delisting proa.to	Mediana	48,1%	77,7%	46,8%	0,7%				
	Media	47,5%	77,7%	45,3%	17,6%				
	dati validi	8	1	12	10				
Premio* <10%	Mediana	61,3%	66,1%	73,8%	33,5%				
	Media	53,8%	66,1%	60,9%	39,5%				
	dati validi	6	2	23	15				
Premio* >10%	Mediana	62,7%	86,2%	86,1%	58,3%				
	Media	51,8%	75,1%	75,1%	48,5%				
	dati validi	10	6	9	6				

Note: escluse le offerte parziali (per cui l'adesione tende ad essere 100%), Mercati di quotazione: MTA, MIV, AIM.

Le offerte obbligatorie presentano, in determinate circostanze, tassi di adesione nettamente inferiori a quelle volontarie assimilabili. Innanzitutto, le offerte da "acquisizione di controllo senza *business combination*" mostrano un tasso di adesione del 38,7%, molto distante sia dalle altre offerte obbligatorie (per "acquisizione di controllo con *business combination*", pari al 64,9%) sia delle volontarie con medesima motivazione (72,8%). In secondo luogo, il dato complessivo sulle adesioni delle offerte obbligatorie risulta significativamente influenzato dalla previsione o meno di un *delisting* (un simile effetto è presente in maniera molto meno accentuata per le offerte volontarie).

Le offerte obbligatorie senza programma di *delisting* presentano tassi di adesione molto più bassi, pari al 17,6% contro il 54,9% per le offerte "senza *business combination*" e al 45,3% contro il 76,2% delle offerte "con *business combination*".

Queste evidenze sono compatibili con una considerazione generale secondo cui il carattere obbligatorio delle offerte successive fa sì che in linea generale non esista per l'offerente alcun interesse a raggiungere elevati livelli di adesione, che altro non farebbero che aumentare l'onere finanziario dell'operazione di *takeover*. Questo, ovviamente, a meno che sussistano elementi ulteriori, il principale dei quali è la volontà di associare l'acquisizione del controllo a un *going private*.

Similmente, il tasso di adesione delle offerte - anch'esse obbligatorie - di "ridefinizione del controllo" è chiaramente inferiore alla media (45,4%). Anche in questo caso l'esito dell'offerta sembra allineato ad un interesse "conservativo" dell'offerente, come descritto nel § 3.6.

Il tasso di adesione delle offerte cash è pari al 58,1%, quello delle Ops/Opas del 65,4%. Non si evidenziano particolari *trend* del tasso di adesione nel periodo analizzato.

### 3.8 Andamento in borsa (prima e dopo l'offerta)

L'andamento in borsa delle azioni *target* nei 12 mesi precedenti l'annuncio dell'offerta è positivo in 84 casi su 140 (60%), con un valore medio del rendimento semplice pari all'10,5% (Tab. 8.1).

Segmentando i dati per tipologia di offerta, si evidenziano risultati differenziati. In particolare, con riferimento alle offerte attinenti all'acquisizione del controllo si può notare come quelle concernenti acquisizioni "pure" presentino valori inferiori alla media (offerte obbligatorie: 7,3%) o addirittura negativi (offerte volontarie: -6,9%). I dati paiono coerenti con l'ipotesi classica in letteratura di *takeover* (ostili o meno) promossi da operatori economici al fine di migliorare le performance negative (gestionali e, per quanto riflesse nei prezzi, finanziarie) delle società target.

Al contrario, decisamente più elevati i valori delle offerte relative ad acquisizioni del controllo con *business combination* (16% per le offerte volontarie, 26,5% per quelle obbligatorie). In questo caso, quindi, si potrebbe ipotizzare che la ricerca di combinazioni industriali porti gli offerenti a cercare, tra i potenziali partner, società maggiormente solide e performanti.

Le offerte da *delisting* sono rivolte invece a titoli che mostrano mediamente un rendimento negativo nell'ultimo anno precedente all'offerta (-11,8%), probabile testimonianza di una debolezza strutturale (sia in termini gestionali che di illiquidità delle negoziazioni) dell'azione precedentemente alla revoca.

Tab. 8.1 – Andamento in borsa nei 12 mesi precedenti l'annuncio

Andamento titolo nei 12 mesi precedenti					
	Azioni ordinarie	Obbligazioni	Quote fondi	Azioni risparmio	Altri
Mediana	8,4%		12,1%	31,7%	
Media	11,5%		19,4%	31,7%	
casi <0	51				
casi >0	84		5	2	
dati validi	135		5	2	

Andamento titolo nei 12 mesi precedent									
	Acq.ne del controllo con business combination – VOLONTARIE	Acq.ne del controllo senza business combination – VOLONTARIE	Acq.ne del controllo con business combination – OBBLIGATORIE	Acq.ne del controllo senza business combination – OBBLIGATORIE	Delisting (NO obblighi di acquisto)	Ridefinizione del controllo	Investimento finanziario /Altro	Obblighi di acquisto	Buybacks
Mediana	14,7%	-2,3%	27,9%	13,0%	-5,6%	13,2%	7,6%	0,0%	20,2%
Media	23,5%	-7,6%	23,5%	9,9%	-11,6%	51,1%	-4,1%	0,1%	20,2%
dati validi	17	7	33	18	34	12	3	9	2

La Tab. 8.2 mostra le *performance* di borsa (sia in termini assoluti che relativamente all'indice) dei titoli nei 12/36 mesi successivi alla conclusione dell'offerta.

Colpisce immediatamente la scarsità di dati validi disponibili: su 82 offerte (totalitarie) su titoli azionari quotati, i rendimenti a 12 mesi sono disponibili solo per 42 offerte; quelli a 3 anni addirittura solo per 26<sup>94</sup>. Al netto dell'assenza di dati delle operazioni più recenti, questa prima evidenza conferma indirettamente la già richiamata tendenza alla revoca del titolo nei mesi successivi all'offerta.

I dati raccolti con riferimento alla totalità delle offerte assumono in media valori negativi. In particolare, l'extra-rendimento è pari a -5,9% nei 12 mesi successivi e a -6,8% dopo 3 anni. I valori dei rendimenti assoluti sono anch'essi negativi (rispettivamente -13,5% e -17,5%), e più ampi rispetto agli extra-rendimenti: le società bersaglio nei mesi successivi all'offerta in media hanno performance peggiori del l'indice, in un contesto comunque di contrazione di corsi azionari.

94 Le offerte oggetto di questa analisi, finalizzata a verificare la variazione delle performance di mercato sulle società oggetto di offerta, rappresentano un sottoinsieme abbastanza ristretto delle operazioni censite. Innanzitutto si considerano solo le offerte su titoli azionari ordinari quotati, poi sono escluse le offerte parziali nonché quelle con motivazioni diverse dall'acquisizione del controllo (con o senza *business combination*).

Differenziando i risultati in base alla natura volontaria/obbligatoria delle offerte, si nota come tutte le configurazioni di rendimento *ex-post* risultino sensibilmente inferiori nel caso delle offerte obbligatorie, in particolare con il rendimento assoluto dopo 12 mesi pari a -22,1% contro -4,5% e quello a 3 anni pari a -28% contro -5,9%.

Disaggregando ulteriormente i dati relativi alle sole offerte obbligatorie (per le quali si ha un set di dati significativo) in base alla motivazione dell'acquisizione (presenza o meno di *business combination*), si evidenzia che la presenza di un progetto di combinazione aziendale determina performance decisamente superiori, con l'extra-rendimento medio a 12 mesi pari a 3,6% confrontato al -23,4% delle offerte "da acquisizione del controllo senza *business combination*", e a 3 anni pari a -3,9% confrontato al -25%.

Tab. 8.2 – Performance dei titoli successivamente all'offerta

		Rendimento assoluto dopo 1 anno	Extra Rendimento dopo 1 anno	Rendimento assoluto dopo 3 anni	Extra Rendimento dopo 3 anni
Tutte le offerte	Mediana	-11,7%	-9,8%	-18,5%	-16,1%
	Media	-13,5%	-5,9%	-17,5%	-6,9%
	di cui: >0	14	16	10	10
	dati validi	42	41	26	26
Offerte Volontarie da acquisizione	Mediana	13,8%	-4,1%	3,3%	-16,4%
	Media	-4,4%	-8,3%	-5,9%	-3,9%
	di cui: >0	6	5	5	3
	dati validi	10	10	8	8
Offerte Obbligatorie da acquisizione	Mediana	-27,5%	-16,1%	-36,0%	-16,1%
	Media	-22,1%	-8,1%	-28,0%	-15,2%
	di cui: >0	3	8	2	3
	dati validi	24	24	13	13
Offerte Obbligatorie da acquisizione con <i>business combination</i>	Mediana	-26,5%	-6,7%	-37,1%	-6,3%
	Media	-10,9%	3,6%	-27,3%	-3,9%
	di cui: >0	3	6	1	2
	dati validi	13	13	6	6
Offerte Obbligatorie da acquisizione senza <i>business combination</i>	Mediana	-39,7%	-28,0%	-24,1%	-27,4%
	Media	-35,3%	-23,4%	-28,6%	-25,1%
	di cui: >0	1	2	1	1
	dati validi	11	11	7	7

Nota: Offerte su titoli azionari; escluse offerte parziali

## Considerazioni finali

La presente ricerca fornisce un quadro analitico e oggettivo, basato su risultanze empiriche, delle offerte pubbliche effettuate in Italia negli ultimi dodici anni, esaminate e descritte sotto molteplici profili. Non si è invece voluto – né si vuole in sede conclusiva – trarre dallo studio statistico considerazioni di policy o proposte di riforma della disciplina vigente, che appare preferibile rinviare, se mai, ad approfondimenti successivi. Gli autori si limitano quindi a mettere a disposizione di studiosi, operatori, emittenti, investitori, regolatori, legislatori e in generale degli interessati un contributo informativo che, a quanto consta, è unico in Europa per ampiezza, dettaglio e ricchezza di dati.

Appare piuttosto utile chiudere la disamina richiamando, in sintesi, alcune delle risultanze che ci appaiono più significative, senza tuttavia esimersi dall'indicazione di alcune questioni aperte, più però nello spirito di proporre linee di ricerca futura e riflessione che di azzardare soluzioni definitive, anche in ragione delle cautele con le quali deve essere letta qualsiasi analisi statistica di natura descrittiva. Sebbene lo studio comprenda operazioni tra loro assai eterogenee quanto a disciplina e aspetti economici, e in particolare offerte "di disinvestimento" relative a strumenti diversi quali azioni, obbligazioni, quote di fondi comuni ed altri, in questa sede ci concentreremo sulle offerte aventi ad oggetto azioni, anche per ragioni di omogeneità delle osservazioni e di confronti, che comunque rappresentano la parte più cospicua dei dati e delicata della materia.

I dati confermano, innanzitutto, l'andamento ciclico (a "ondate") delle operazioni, come evidenziato dalla letteratura, tanto in relazione al numero che al controvalore delle offerte, con picchi di attività registrati nel biennio 2007-2008, nel 2011, e – con andamento crescente – nel periodo 2015-2018 circa. Nell'arco temporale ultradecennale osservato, nel quale le offerte su azioni obbligatorie e volontarie grosso modo si equivalgono per numero e valore, sembra via via perdersi l'iniziale correlazione inversa tra andamento della borsa e frequenza delle operazioni (offerte più numerose a seguito di sensibili riduzioni dei prezzi) con un incremento delle offerte anche a fronte di un andamento non negativo del mercato.

Merita di essere segnalato che taluni istituti oggetto di attente analisi giuridiche ed economiche non risultano particolarmente diffusi e utilizzati nella prassi: ci si riferisce ad esempio alla cosiddetta offerta parziale disciplinata dall'art. 107 TUF, della quale si è verificato un solo caso, ma anche alle offerte indirette o a cascata (art. 45 del Regolamento Emittenti), pure numericamente infrequenti, ovvero all'Opa di consolidamento. Ciò non significa, naturalmente, che queste fattispecie non siano di estrema importanza sistematica e pratica nel quadro regolamentare, in alcuni casi anche per la loro funzione "anti-elusiva", ma il rilievo è degno di nota perché concorre a confermare un aspetto che emerge con prepotente visibilità dai numeri: la stragrande maggioranza delle offerte obbligatorie hanno il loro presupposto nell'acquisto amichevole e diretto di una partecipazione di controllo elevata, spesso di diritto, che fa appunto sorgere la necessità di procedere a un'offerta totalitaria successiva. La partecipazione media acquisita che impone



l'offerta è infatti pari al 57% delle azioni ordinarie, e in ben 49 casi su 69 la partecipazione trigger era superiore alla metà del capitale ordinario. Non sorprendentemente, inoltre, anche le offerte volontarie, quando inerenti al cambio del controllo societario, sono in netta maggioranza operazioni non ostili, alle quali il socio di controllo apporta le proprie partecipazioni. In sintesi, le offerte finalizzate ad acquisizioni non concordate del controllo sono limitate a dieci casi, una piccolissima frazione delle 174 offerte su titoli azionari.

Questi dati riflettono la ben nota concentrazione degli assetti proprietari, prevalente in Italia e in realtà nella stragrande maggioranza degli ordinamenti con la sola, parziale, esclusione dei mercati di Paesi anglosassoni. Essi, da un lato, suggeriscono che una preoccupazione centrale della disciplina deve essere quella di assicurare la parità di trattamento degli azionisti (se si condivide, naturalmente, il presupposto che l'Opa ha la duplice finalità di distribuire il premio di controllo e assicurare un disinvestimento equo in caso di cambio della maggioranza); ma, dall'altro, pongono anche la domanda se il quadro normativo attuale, non solo in materia di Opa, non disincentivi i takeovers ostili. Si tratta di questioni certo non nuove, che però le evidenze empiriche presentate in questo fascicolo consentono forse di affrontare con maggiore cognizione di causa.

Tra i fenomeni più recenti e interessanti va anche segnalata, in parallelo con la crescita del mercato AIM, un certo numero di Opa cosiddette "statutarie" negli ultimi anni, previste come noto dal regolamento di questo mercato (nove negli ultimi tre anni coperti dalla ricerca).

Ci si interroga spesso sul grado di apertura internazionale dei nostri mercati dei capitali. Qualche spunto a questo proposito è offerto, nelle pagine che precedono, dall'analisi delle offerte in relazione alla nazionalità di quello che è stato definito l'offerente "sostanziale", ossia il soggetto al quale è nei fatti riconducibile l'acquisizione, a prescindere dal (frequente) uso di un veicolo italiano per il lancio dell'offerta. Se in relazione alla totalità delle offerte – comprese, dunque, quelle su obbligazioni e quote di fondi insieme a quelle azionarie – il mercato italiano appare relativamente "domestico", con circa due terzi degli offerenti italiani, passando alle offerte su azioni troviamo che circa una metà delle operazioni sono condotte da offerenti esteri e, in particolare, le operazioni di maggiori dimensioni quanto a controvalore.

Interessanti sono anche i dati sul grado di concentrazione nei servizi di consulenza prestati in occasione di offerte pubbliche, dove spicca una certa concentrazione nel mercato della consulenza legale: i primi cinque operatori (tra i quali si annoverano quattro studi italiani) hanno seguito il 44,3% circa delle offerte.

Un altro aspetto di sicuro rilievo che emerge dall'analisi è che, frequentemente, le offerte su azioni contemplano il delisting dei titoli: prevedono infatti, almeno come possibilità, il going private 109 offerte su 174, oltre il 60%. Ciò vale tanto per le offerte obbligatorie, quanto per quelle volontarie: tra queste ultime, peraltro, in circa l'80% dei casi si tratta di operazioni condotte dall'azionista di controllo esistente che intende ottenere la revoca della quotazione. L'obiettivo

dell'uscita dal mercato è raggiunto nella quasi totalità dei casi: solo nel 6% delle operazioni in cui era stato previsto esso non è avvenuto. Fa d'altronde riflettere una certa crescita delle operazioni di delisting, negli ultimi anni, relative a società ad ampia capitalizzazione, che spesso prescindono dalla presenza di una fase ribassista dei corsi azionari. In talune e ben note situazioni, inoltre, l'uscita dalla quotazione in Italia si è accompagnata alla quotazione in altro mercato europeo di diverso ordinamento. Ciò induce a interrogarsi sulle ragioni di una certa "disaffezione" dalla quotazione e sulla competitività del mercato del capitale di rischio interno.

Benché sia sempre difficile classificare le offerte in tassonomie basate sulle loro finalità nel lavoro si distinguono le operazioni di acquisto finalizzate a una *business combination* (tipicamente, una fusione) sia da quelle aventi altre finalità tipiche (*delisting*, riacquisto di titoli, operazioni puramente finanziarie) sia da quelle finalizzate all'acquisto del controllo "puro" senza formali propositi di integrazione industriale con altri gruppi. Si è quindi riscontrato che circa un quarto delle offerte su azioni aveva appunto come finalità una *business combination*, un ulteriore quinto il *delisting*, e il 13,4% acquisto di controllo senza *business combination*.

In relazione al totale delle offerte esaminate, il premio medio pagato è all'incirca del 13% rispetto al prezzo dell'ultima giornata antecedente alla pubblicazione del Comunicato ex art. 102 TUF ovvero alla comunicazione ai sensi del reg. 596/2014 (MAR), con scostamenti trascurabili per intervalli di tempo più lunghi prima dell'operazione. L'entità del premio tuttavia raddoppia nelle offerte finalizzate ad una *business combination* (circa 27% rispetto al mercato), specialmente in caso di offerta volontaria. Se ne ricava che la forte logica industriale e le potenziali sinergie ed economie di scopo e scala sottese a tali operazioni si riflettono positivamente sulle condizioni proposte agli oblati. Come è ragionevole attendersi, in ogni caso i premi sono più elevati in fasi di quotazioni depresse e, in particolare, in operazioni nelle quali il corrispettivo è in tutto o in parte "carta contro carta" anziché solo in contanti (Opa e Opas).

A questo proposito, un fenomeno che merita attenzione è quello delle cosiddette offerte "a sconto". Si tratta di offerte, tipicamente obbligatorie, nelle quali il prezzo proposto agli oblati è uguale o superiore a quello accettato dal precedente azionista di controllo la cui cessione di azioni fa sorgere l'obbligo ex art. 106 TUF di lanciare l'Opa, ma inferiore ai corsi di borsa. Occorre osservare subito che, sebbene in altri ordinamenti si sono compiute scelte diverse, nel nostro ordinamento tale condotta è indubbiamente legittima: il legislatore italiano, infatti, ha definito il prezzo (minimo) equo come il più elevato pagato dall'offerente nei mesi che precedono il sorgere dell'obbligo di Opa, ed è certamente possibile – e in molte situazioni ragionevole economicamente – che l'azionista di controllo accetti un prezzo inferiore alla quotazione, ad esempio in caso di un programmato intervento di ricapitalizzazione a cui si impegni l'offerente oppure laddove ci sia la consapevolezza di non poter realisticamente ottenere un prezzo maggiore per un elevato quantitativo di azioni. A differenza della versione originale del TUF del 1998, infatti, con il recepimento della Tredicesima direttiva si è abbandonato il criterio della media tra tale prezzo e il mercato, che aveva la finalità di mitigare, tanto "verso il basso"

quanto "verso l'alto", il prezzo proposto agli oblati e il costo dell'operazione. La facoltà della Consob di imporre, in casi particolari, un più alto prezzo è sintomatica del fatto che ciascuna operazione "a sconto" richiede un'attenta verifica delle ragioni che la sorreggono; ed anche una particolare cautela del supervisore onde evitare, per un verso, che agli azionisti di controllo venditori non siano ingiustificatamente riservate condizioni migliorative e, per altro verso, che imponendo oneri maggiori all'acquirente siano arbitrariamente disincentivate operazioni in grado di realizzare, specialmente quando finalizzate ad una *business combination*, una più efficiente allocazione di risorse.

I tassi di adesione alle offerte sono piuttosto variabili in ragione della tipologia di operazioni e del loro oggetto e, data anche la numerosità dei casi, non appare facile trarre delle sicure inferenze statistiche generalizzabili. Ciò che – ma è ovvio – certamente emerge è una diretta correlazione positiva tra misura del premio e "successo" dell'operazione.

Riserviamo, per ultimo, spazio a una notazione che solleva interrogativi profondi sul sistema, e che qui naturalmente si possono solo accennare in modo dubitativo. Ci si riferisce all'andamento dei corsi azionari, e quindi la redditività dell'investimento, nel periodo successivo alla conclusione dell'offerta. I dati presentati nelle ultime pagine della ricerca mostrano un andamento, in media, decisamente negativo tanto su un orizzonte temporale di un anno, quanto di tre anni, e sia in assoluto che in relazione a indici di mercato. Si distinguono per andamento (sempre in media) positivo le sole offerte finalizzate a una *business combination*.

È innegabile che il dato – pur letto con i necessari caveat legati anche al numero delle osservazioni e alle differenze tra i singoli casi – fa sorgere qualche preoccupazione sulla capacità del sistema di favorire operazioni di cambio di controllo che consentano l'ingresso di azionisti in grado di meglio gestire la società, o – in modo ancor più allarmante – sulla estrazione di benefici privati dal cambio di controllo. Naturalmente un rendimento meno brillante può spiegarsi con numerose motivazioni, a cominciare dalla circostanza che i prezzi all'indomani dell'offerta sono particolarmente (e fisiologicamente, dati gli obiettivi della disciplina) "alti", e che successivamente all'operazione le azioni sono meno liquide e il mercato meno spesso: insomma, e semplificando, gli azionisti hanno già avuto la loro "migliore chance" di capitalizzare l'investimento, mentre la nuova gestione ha bisogno di tempo per avviare e realizzare una nuova fase di creazione del valore, tant'è vero che i rendimenti post-Opa appaiono migliori in caso di integrazioni industriali, che appunto consentono maggiore efficienza ed efficacia alla gestione aziendale. In questa prospettiva, sarebbe ragionevole attendersi che i rendimenti crescano col trascorrere del tempo: dai dati invece emerge che i risultati non migliorano su un arco temporale di ben tre anni, suggerendo che agli oblati mediamente conviene aderire alle offerte ed inducendo l'interprete a interrogarsi, in ultima analisi, sulla funzione selettiva del mercato del controllo.

## Bibliografia

- Armour J e al. (2007), Shareholder protection and stock market development: an empirical test of the legal origins hypothesis, in *J. Empir. Leg. Stud.*, 6.
- Bebchuk L. (1994), Efficient and inefficient sales of corporate control, in *Q. J. Econ.* 109.
- Bebchuk L. (2002), The case against board veto in corporate takeovers, in *Univ. Chic. Law Rev.* 69.
- Berglöf E. and Burkart M. (2003), European takeover regulation, in *Econ. Policy* 18.
- Bharat S.T. e Dittmar A.K. (2010), Why do firms use private equity to opt out of public markets? in *review of financial studies*, 23(5) pp. 1771-1818.
- Bris A. e Cabolis C. (2008), The value of investor protection: firm evidence from cross-border mergers, in *rev. financ. stud.* 21.
- Castellano G. (1975), Le offerte pubbliche di acquisto: i problemi non risolti dalla legge di riforma, in *Giur. Comm. I*, p. 9 ss.
- Chemmanur T.J., He J., Ren X. Shu T. (2020), The vanishing IPO puzzle, in *Columbia Law School's Blog on corporations and the capital markets*.
- Costi R. e Enriques L. (2004), Il mercato mobiliare, in G. Cottino (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Padova, Cedam, p. 472.
- Cuñat V. e al. (2012), The vote is cast: the effect of corporate governance on shareholder value, in *j. financ.* 67.
- Deangelo H. e Rice E.M. (1983), Antitakeover charter amendments and stockholder wealth, in *j. financ. econ.* 11.
- Deangelo H. e al. (1984), Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth, in *The Journal of Law and Economics*, 27 (2).
- Ferro-Luzzi P. (2002), Il «concerto grosso»: variazioni sul tema dell'OPA, in *Giur. Comm.*, I, p.655.
- Fornasari F. (2019), L'OPA obbligatoria per le società ammesse all'AIM Italia, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc.1, p. 63.
- Geranio M. e Zanotti G. (2010), Equity Market Do Not Fit All: an Analysis of Public to Private Deals in Continental Europe, in *European Financial Management*, 16 (2), pp. 867-895.

- Grossman S.J. e Hart O. (1980), Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation, in *bell j. econ.* 11.
- Guizzi G. e Tucci A. (2011), Acquisto di concerto, in Stella Richter jr M. (a cura di), *Le offerte pubbliche di acquisto*, Torino, p. 257 e ss.
- Helwege J. e Liang N. (2004), Initial Public Offering in Hot and Cold Markets, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39 (3), pp. 541-569.
- Lee P.T. (1982), The regulation of take-over bids in the United Kingdom, in P. Alvisi, P. Balzarini, G. Carcano (a cura di), *L'informazione societaria: atti del Convegno internazionale di studi: Venezia, 5-6-7 novembre 1981*, Milano, vol. 2, p.967 -978.
- Libonati B. (2009), *Corso di diritto commerciale*, Milano, p.314.
- Lowenstein L. (1985), Management buy-outs, in *Columbia law review*, 85, pp. 730-84.
- Macey J., O'Hara M., Pompilio D. (2008), Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process, in *Journal of Law and Economics*, 51 (4), pp. 683-713.
- Marchegiani L. (2011), L'obbligo e il diritto di acquisto, in M. Stella Richter jr (a cura di), *Le offerte pubbliche di acquisto*, Torino, 2011, p. 225-256.
- Martynova M. e Renneboog L. (2008), A century of corporate takeovers: what have we learned and where do we stand? in *J. Bank. Financ.* 32.
- McCaherey J.A. e al. (2004), The economics of the proposed European Takeover Directive, in G. Ferrarini, K. Hopt, J. Winter, and E. Wymeersch (eds.), *Modern Company and Takeover law in Europe*, in Oxford University Press.
- Mehran H. e Peristiani S. (2010), Financial visibility and the decision to go private, in the review of financial studies, 23(2), pp. 519-547.
- Nenova T. (2003), The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis, in *J. Financ. Econ.* 68.
- Pandolfelli G., Scarpello G., Stella Richter M., Dallari G. (1942), *Codice civile. Libro del lavoro. Illustrato con i lavori preparatori e disposizioni di attuazione e transitorie*, Giuffrè.
- Razzante R. (2010), La Direttiva OPA e la sua attuazione, in FAUCEGLIA G., *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, Torino, Giappichelli, p.297 ss.
- Renneboog L. e Simons T (2005)., Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs, in Working Paper n. 94, ECGI.
- Renneboog L. e al. (2007), Why Do Public Firms Go Private in the Uk? The impact of Private Equity Investors, Incentive Realignment and undervaluation, in *Journal of Corporate Finance*, 13 (4), pp. 591- 628.
- Rossi S. e Volpin P. (2004), Cross-country determinants of mergers and acquisitions, in *j. financ. econ.* 74.

- Sautter C.M. (2015), Tender Offers and Disclosure: The History and Future of the Williams Act, in *Research Handbook on Mergers and Acquisitions*.
- Scialoja A. (1902), *L'offerta a persona indeterminata ed il contratto concluso mediante automatico*, Città di Castello.
- Souther M.E. (2016), The effects of takeover defenses: Evidence from closed-end funds, in *J. Financ. Econ.* 119.
- Stella Richter M. jr. (2011), *Le offerte pubbliche di acquisto*, in C. Angelici- G. Marasà (a cura di), *Quaderni di diritto commerciale europeo*, Torino.
- Straska M. e Waller G. (2014), Antitakeover provisions and shareholder wealth: a survey of the literature, in *J. Financ. Quant. Anal.* 49.
- Ventoruzzo M. (2005), *Natura giuridica e disciplina del rapporto tra società di gestione dei mercati regolamentati e intermediari ammessi all'attività di negoziazione: considerazioni a margine di un caso di "cancellazione" di contratti conclusi tra operatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, p. 719.
- Ventoruzzo M. (2017), *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in M. Benedettelli e M. Lamandini, *Diritto societario europeo e internazionale*, Torino.
- Wang Y. e Lahr H. (2017), Takeover law to protect shareholders: Increasing efficiency or merely redistributing gains? in *J. Corp. Finance*.
- Yarrow G. (1985), Shareholder protection, compulsory acquisition and the takeover process, in *J. Ind. Econ.* 34.
- You L. (2008), *Listing and Delisting over Time and around the Globe*, Working Paper.

## Recenti pubblicazioni

- 9** – gennaio 2021  
**Discussion papers**  
Le OPA in Italia dal 2007 al 2019  
Evidenze empiriche e spunti di discussione  
*F. Picco, V. Ponziani, G. Trovatore, M. Ventoruzzo; con introduzione a cura di R. Lener*
- 22** – ottobre 2020  
**Quaderni giuridici**  
The Prospectus Regulation  
The long and winding road  
*S. Alvaro, R. Lener, P. Lucantoni; in collaboration with V. Adriani, F. Ciotti, A. Parziale introduced by Carsten Gerner-Beuerle*
- 88** – novembre 2019  
**Quaderni di finanza**  
Who intends to become financially literate?  
Insights from the Theory of Planned Behaviour  
*F.C. Billari, M. Gentile, N. Linciano, F. Saita*
- 21** – settembre 2019  
**Quaderni giuridici**  
A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della *Capital Market Union*?  
Atti del convegno Banca d'Italia – Consob  
*Roma, Banca d'Italia, 6 novembre 2018*
- 20** – gennaio 2019  
**Quaderni giuridici**  
La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica  
Il *golden power* dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie  
*S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola*
- 19** – gennaio 2019  
**Quaderni giuridici**  
Investitori istituzionali, governo societario e codici di *stewardship*:  
Problemi e prospettive  
*S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli*
- 18** – dicembre 2018  
**Quaderni giuridici**  
Nuovi strumenti di politica industriale  
per lo sviluppo e la quotazione delle PMI  
*S. Alvaro, S. Caselli, D. D'Eramo*
- 7** – ottobre 2018  
**Position papers**  
La mappatura delle sedi di negoziazione in Italia  
dopo l'entrata in vigore di MiFID II/MiFIR  
*Divisione Mercati, Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato*
- 17** – settembre 2018  
**Quaderni giuridici**  
Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati  
in società quotate e in altri fondi  
*S. Alvaro, F. Annunziata; con prefazione a cura di M. Stella Richter jr*

- 87** – settembre 2018  
**Quaderni di finanza** Boardroom gender diversity and performance of listed companies in Italy  
*G.S.F. Bruno, A. Ciavarella, N. Linciano*
- 16** – febbraio 2018  
**Quaderni giuridici** Tutela degli investitori e dei clienti degli intermediari e ADRs  
 Atti del convegno Consob - Arbitro per le Controversie Finanziarie - Università Luigi Bocconi  
 Milano, Università Bocconi, 11 luglio 2017
- 8** – gennaio 2018  
**Discussion papers** Il costo dei fondi comuni in Italia.  
 Evoluzione temporale e confronto internazionale  
*G. Finiguerra, G. Frati, R. Grasso*
- 86** – gennaio 2018  
**Quaderni di finanza** Non-bank institutional investors' ownership in non-financial companies listed in major European countries  
*F. Fancello, N. Linciano, L. Gasbarri, T. Giulianelli*
- 15** – dicembre 2017  
**Quaderni giuridici** The marketing of MREL securities after BRRD. Interactions between prudential and transparency requirements and the challenges which lie ahead  
*S. Alvaro, M. Lamandini, D. Ramos Muñoz, E. Ghibellini, F. Pellegrini*
- 85** – dicembre 2017  
**Quaderni di finanza** Board diversity and firm performance across Europe  
*A. Ciavarella*
- 14** – novembre 2017  
**Quaderni giuridici** Effetti dei tassi di interesse negativi su mutui e obbligazioni a tasso variabile  
 Un'analisi dei profili giuridici e finanziari  
*S. Alvaro, A. Gentili, C. Mottura*
- 84** – ottobre 2017  
**Quaderni di finanza** Challenges in ensuring financial competencies. Essays on how to measure financial knowledge, target beneficiaries and deliver educational programmes  
*N. Linciano and P. Soccorso Editors*
- 7** – settembre 2017  
**Discussion papers** Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane  
*L. Giordano, M. Modena*
- 13** – settembre 2017  
**Quaderni giuridici** Autorità Indipendenti e anticorruzione  
 Atti del convegno Consob - Università degli Studi di Roma 'Tor Vergata'  
 Roma Auditorium Consob 4 aprile 2017
- 12** – settembre 2017  
**Quaderni giuridici** I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario. Quadro di sintesi e problemi aperti  
*G. Gasparri*