

Alessandro Nanotti
Dottore magistrale in Economia

Offerta Pubblica di Acquisto (OPA)

Il termine «Offerta Pubblica di Acquisto» (OPA) è uscito dal lessico del mondo della finanza e sempre più frequentemente appare nei titoli dei giornali, in particolare in riferimento alle «scalate». Si tratta dello strumento, volontario od obbligatorio, per l'acquisizione di partecipazioni azionarie in società quotate, tali da conferirne all'acquirente il controllo. Attualmente in Italia l'OPA è un istituto disciplinato dalla legge, in particolare dagli artt. 102-112 del Testo Unico della Finanza (*D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della L. 6 febbraio 1996, n. 52, in breve TUF*). Disposizioni analoghe, ancorché non identiche, sono in vigore nei principali Paesi a economia di mercato, in quanto elemento chiave del buon funzionamento dei mercati dei capitali.

La logica dell'OPA

Sinteticamente possiamo affermare che l'istituto dell'OPA si propone di evitare, correggere o ridurre le disfunzioni provocate ai mercati dei capitali e alla gestione delle società per azioni (SpA) dalla separazione fra proprietà e controllo. Una migliore comprensione delle finalità dell'OPA e della normativa che la regola richiede

l'esame di alcuni elementi del funzionamento delle SpA e dei mercati dei capitali. Le decisioni fondamentali sulla gestione di una SpA (approvazione del bilancio, nomina degli amministratori, aumenti di capitale, strategie di espansione, ecc.) competono agli azionisti, che ne sono — ciascuno *pro quota* — i proprietari. Nell'assemblea degli azionisti spetta un voto a ogni azione, per cui il potere di ciascun azionista è proporzionale al numero di azioni possedute.

Da un punto di vista teorico, dunque, non vi è separazione fra proprietà e controllo, ma non è così a livello pratico. Infatti, la dispersione delle azioni fra un grande numero di investitori e la fisiologica assenza in assemblea dei piccoli azionisti consentono di raggiungere la maggioranza, e quindi il controllo della società, anche con quote di capitale molto inferiori al 50%. Esistono poi altre possibilità per separare proprietà e controllo, come strutture piramidali fondate su lunghe catene di partecipazioni a cascata, o la presenza di azioni senza diritto di voto o con diritti limitati (in Italia è il caso delle azioni privilegiate e di risparmio).

Il controllo è una questione cruciale perché permette a chi lo esercita di otte-

nere una serie di vantaggi o benefici privati: dal prestigio, al potere in varie forme, alla possibilità di ulteriori guadagni economici. Chi riesce a separare il controllo di una SpA dalla proprietà del suo capitale si impadronisce di questi vantaggi che spetterebbero, in linea teorica, a tutti i proprietari. È per questa ragione che ingenti pacchetti di azioni, che consentono di controllare una società, vengono scambiati a un prezzo normalmente più alto di quello di Borsa: essi incorporano un «premio» che corrisponde alla valutazione dei benefici che il controllo della società può arrecare.

Gli obiettivi che la regolamentazione dell'OPA persegue sono diversi al variare delle condizioni dei mercati dei capitali. Ad esempio nelle situazioni di azionariato diffuso o *public company*, in cui la proprietà del capitale è polverizzata fra una miriade di azionisti — come accade per lo più nei Paesi anglosassoni —, sono normalmente i *manager* di alto livello che riescono a impadronirsi del controllo e dei suoi benefici, a danno degli azionisti: in questi casi il valore delle azioni sul mercato tenderà a essere inferiore a quello che sarebbe senza questa separazione. Ovviamente altri soggetti possono essere interessati a prendere il controllo della società, assicurandosene i benefici, attraverso la sostituzione del *management*. Per farlo dovranno disporre di una quota di capitale sufficiente a ottenere la maggioranza nell'assemblea degli azionisti chiamata a designare i *manager*. Il lancio di un'OPA, a prezzi superiori a quelli di Borsa, da un lato permette di rastrellare le azioni necessarie a questo scopo, rendendo pubblica l'intenzione di rimpiazzare il gruppo di controllo dell'impresa, dall'altro consente agli azionisti che vi aderiscono di riappropriarsi di parte dei benefici del

controllo (il sovrapprezzo rispetto alla quotazione di Borsa). In questi casi l'OPA è uno strumento per la più efficiente allocazione del controllo e dei suoi benefici, facilitandone un conferimento trasparente a chi è disposto a pagarlo di più.

In Europa continentale sono più frequenti le situazioni di concentrazione della proprietà: ad esempio, in media la partecipazione del primo azionista nelle società quotate italiane supera il 30%. In questi casi sono piuttosto gli azionisti di maggioranza relativa a impadronirsi del controllo e dei suoi benefici, a danno degli azionisti di minoranza. La disciplina dell'OPA mira allora a intervenire su questo punto, prevedendo ad esempio che, a fronte di un passaggio di proprietà di una quota tale da conferire il controllo della società, gli azionisti di minoranza possano cedere la propria partecipazione a un prezzo prossimo a quello pagato dalla nuova proprietà per assicurarsi il controllo. A condizioni di questo genere, che caratterizzano il nostro Paese, e alla normativa italiana si farà primariamente riferimento nell'esposizione che segue.

Lo svolgimento dell'OPA

Lo svolgimento di un'OPA è disciplinato da una procedura molto dettagliata, volta a garantirne la trasparenza. Il primo passaggio è la predisposizione da parte dell'offerente di un minuzioso documento informativo in cui sono precisati i termini dell'offerta, le caratteristiche dell'acquirente, i suoi programmi futuri, le prospettive di redditività dell'azienda. Tale documentazione viene sottoposta alla CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, l'organo di vigilanza dei mercati dei capitali), che ne valuta la completezza e può richiedere integrazioni. La legge consente anche OPA concorrenti,

qualora più soggetti siano interessati al controllo della stessa SpA.

Una volta reso pubblico tale documento, l'OPA è irrevocabile (il proponente non può tirarsi indietro) e si rivolge a parità di condizioni a tutti i possessori degli strumenti finanziari che ne sono oggetto. L'OPA può essere sottoposta a condizioni, purché esse siano specificate nel documento di offerta e il loro verificarsi non dipenda esclusivamente da una scelta dell'offerente. Ad esempio, l'offerta può essere condizionata al raggiungimento di un quantitativo minimo di titoli. Il prospetto fissa anche la durata del periodo per aderire all'OPA, entro un intervallo stabilito dal regolamento della CONSOB. In questo periodo ciascun azionista può recarsi alla banca che ha in custodia i suoi titoli e firmare il modulo di adesione. Se le adesioni raggiungono la percentuale minima indicata nel prospetto, l'offerente provvederà al pagamento del corrispettivo, altrimenti le azioni saranno restituite ai proprietari originari. Il prospetto informativo determina anche le modalità del pagamento: in contanti, in titoli (ad esempio azioni dell'offerente) o in una combinazione dei due.

Durante lo svolgimento dell'OPA la «società bersaglio» può assumere iniziative difensive, che devono essere autorizzate dall'assemblea degli azionisti con il voto favorevole di almeno il 30% del capitale sociale. Le diverse legislazioni nazionali sono più o meno restrittive in merito alla gamma di tali azioni difensive. Quanto più viene lasciata mano libera, tanto più l'ordinamento tenderà a favorire il mantenimento dello *status quo* e a scoraggiare i passaggi di proprietà tramite OPA (è il caso ad esempio di Francia e Germania), e viceversa negli ordinamenti che impongono alla «società bersaglio» una maggiore passività (com'è il caso britannico).

L'obbligo di OPA

La legge italiana stabilisce la procedura da seguire per qualunque tipo di OPA e identifica alcuni casi in cui essa diventa obbligatoria. Infatti, a parte alcune eccezioni specificate dalla normativa, il soggetto (persona fisica o giuridica) che arrivi a detenere una partecipazione superiore al 30% del capitale di una società quotata — percentuale attorno a cui l'evidenza empirica indica che è possibile ottenere i maggiori benefici privati del controllo — è obbligato a lanciare un'OPA, detta «totalitaria», su tutte le azioni disponibili sul mercato a un prezzo intermedio tra quello di Borsa (prezzo medio negli ultimi 12 mesi) e quello a cui ha acquisito il pacchetto di controllo (prezzo più elevato degli acquisti negli ultimi 12 mesi).

Scatta invece l'obbligo di OPA «residuale» quando un soggetto detiene una quota superiore al 90% delle azioni con diritto di voto di una società quotata; in questo caso il prezzo è fissato dalla CONSOB. Se un soggetto arriva invece a detenere il 98% delle azioni ordinarie di una società, le parti si invertono, in quanto acquisisce il diritto di acquistare anche l'ultimo 2% della società: in questo caso il prezzo è fissato da un esperto nominato dal Tribunale.

Onde evitare l'elusione della normativa attraverso intrecci azionari o accordi parasociali, l'obbligo di OPA vale anche nel caso in cui, attraverso il controllo di una «società madre», si detenga indirettamente il controllo di un'altra società quotata: si parla, in questo caso, di OPA «a cascata». Ugualmente scatta l'obbligo di OPA — detta «di concerto» — quando la partecipazione oltre le soglie critiche sia detenuta da un insieme di soggetti fra di loro collegati.

Sono previste sanzioni per chi violi l'obbligo di lanciare un'OPA: la sua intera

partecipazione viene privata del diritto di voto, impedendogli il controllo della società, e le quote eccedenti le soglie critiche devono essere alienate entro 12 mesi.

I beneficiari dell'OPA

L'istituto dell'OPA si pone come obiettivo principale la tutela dei soci di minoranza, permettendo loro di vendere le azioni possedute a un valore superiore a quello di mercato, pur non essendo il loro pacchetto azionario determinante per il controllo della società. Indirettamente poi l'obiettivo è anche promuovere la trasparenza e l'efficienza dei mercati dei capitali, a vantaggio del sistema economico nel suo complesso.

La prima importante tutela è quella della libertà degli investitori. Infatti l'acquisto di azioni di una determinata società è motivato anche dalla fiducia dell'investitore nella strategia che essa segue e nelle persone che la dirigono. Il mutamento del controllo, e potenzialmente dell'indirizzo della società, può far venir meno la fiducia o comunque il gradimento dell'investitore. È giusto pertanto attribuirgli il diritto di liquidare il proprio investimento attraverso lo strumento dell'OPA, cioè a un prezzo che un eventuale diritto di recesso o la vendita in Borsa non riuscirebbero a garantire.

Questa possibilità rappresenta una forma di garanzia dei piccoli investitori rispetto al mutamento degli assetti proprietari e di controllo della società e costituisce pertanto una riduzione dei rischi e quindi un incentivo all'investimento. Per contro l'OPA obbligatoria può essere vista quale corrispettivo che colui che ha acquistato la partecipazione di controllo deve versare agli altri soci.

La seconda tutela è quella dell'uguaglianza fra le azioni di una società, indipendentemente dall'entità della partecipazione dei loro possessori: qualora vi sia-

no soggetti che valutano la società più di quanto esprima l'andamento del titolo sul mercato, e che sono quindi disponibili a pagare un prezzo più elevato per assumere il controllo, l'OPA permette a tutti gli azionisti di beneficiarne. Anche questo si traduce in un incentivo all'investimento azionario, e quindi in una maggiore efficienza del mercato dei capitali.

Da ultimo, l'istituto dell'OPA promuove una maggiore trasparenza nella vita delle SpA, favorendo l'appaiamento fra proprietà e controllo: chi intende esercitare il controllo di una SpA — possibile anche con una partecipazione parziale e quindi un impegno economico ridotto — risulta costretto ad acquistarla per intero. Qualcosa di analogo vale a livello di sistema: in presenza di una stringente normativa sull'OPA, risulta più difficile separare proprietà e controllo, cioè ottenere i benefici del controllo senza sostenere l'onere di acquisto della proprietà. In altri termini, chi intende appropriarsi dei vantaggi che derivano dal controllo di una SpA, è costretto a pagarli.

Per saperne di più

AA. VV., *Le offerte pubbliche di acquisto. La nuova disciplina delle Opa nel Testo Unico della Finanza*, Il Sole 24 Ore, Milano 2000.

DALLOCCHIO M. – LUCCHINI G., *L'Opa ostile. Il caso Olivetti-Telecom*, EGEA, Milano 2001.

LISANTI M., «Le offerte pubbliche di acquisto», in SCHIANO DI PEPE G. (ed.), *Trasformazione, Fusione, Scissione, Opa, Società quotate*, IPSOA, Milano 1999.

QUATRARO B. – PICONE L. G., *Manuale teorico-pratico delle offerte pubbliche di acquisto e scambio. Dottrina, casi e materiali*, Giuffrè, Milano 2004.