

Statistiche e analisi

Le offerte pubbliche svolte in Italia nel periodo 2020-2023

Occasional report

dicembre

2024



La collana degli **Occasional Report** comprende approfondimenti e studi su tematiche di attualità di interesse istituzionale per la CONSOB.

Il presente numero esamina le offerte pubbliche di acquisto e/o scambio svolte in Italia nel periodo 2020-2023.

Il presente Rapporto è stato curato da:

Toni Marcelli e Silvia Carbone (Divisione Vigilanza Emittenti - Ufficio Opa e Assetti Proprietari) e Domenico Fichera (Divisione Studi e Regolamentazione - Ufficio Analisi degli Impatti della Regolamentazione).

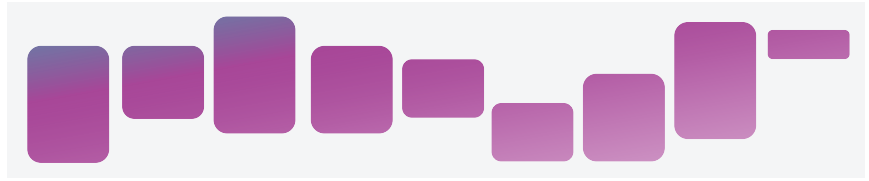
Le opinioni espresse nel presente Rapporto sono personali degli autori e non impegnano in alcun modo la CONSOB. Nel citarne i contenuti, non è pertanto corretto attribuirli alla CONSOB o ai suoi Vertici.

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.

Segreteria di redazione e progettazione grafica:

Eugenia Della Libera, Lucia Pierantoni

Per informazioni e chiarimenti scrivere a: studi_analisi@consob.it



Nel presente documento si riportano le principali evidenze relative alle offerte pubbliche di acquisto (“OPA”) e/o scambio (“OPS”) effettuate in Italia nell’arco temporale compreso tra il 2020 e il 2023.

I dati raccolti restituiscono a Regolatori e Autorità di vigilanza una realtà in continua evoluzione con particolare riferimento al mercato del trasferimento del controllo societario.

È dunque importante potenziare la capacità di cogliere gli sviluppi delle offerte pubbliche e i relativi effetti sul sistema economico-finanziario (approccio *data driven*).

Il presente Rapporto potrà, tra l’altro, contribuire all’analisi di possibili interventi di riforma del TUF con particolare riguardo alle offerte pubbliche di acquisto e scambio.



OPA e OPS in Italia nel periodo 2020-2023

Nel presente documento si riportano le principali evidenze relative alle offerte pubbliche di acquisto (“OPA”) e/o scambio (“OPS”) effettuate nell’arco temporale compreso tra il 2020 e il 2023.

Tale analisi integra e aggiorna quella già effettuata con riferimento alle OPA svolte in Italia nel periodo 2007-2019¹.

Complessivamente, a partire dal 2007, anno di recepimento della Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto, in Italia sono state effettuate 307 offerte vigilate dalla Consob, per un controvalore complessivo di circa 75.161 milioni di euro. Le tabelle riepilogative di tutte le offerte effettuate in ciascun anno e la suddivisione per OPA, obblighi di acquisto ex articolo 108, comma 2, del TUF (fuori Offerta), OPS e OPAS sono riportate in calce al presente documento (*cf.* Tabelle di sintesi).

Con riferimento al quadriennio 2020-2023, di seguito saranno dapprima presentate alcune statistiche descrittive di carattere generale sull’andamento delle Offerte nel periodo in esame (quantità, controvalore, tipologia di prodotto finanziario), per poi analizzare i tratti peculiari delle stesse (ovvero Natura dell’Offerta, Motivazione dell’Offerta, Premi corrisposti, etc.).

1 Per l’analisi delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio promosse in Italia nel periodo intercorrente tra il 2007 e il 2019 si rinvia al Discussion Paper (“Le Opa in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di riflessione”) consultabile al seguente indirizzo: https://www.consob.it/web/area-pubblica/abs-dp/-/asset_publisher/hXGycwV5V5rC/content/d-1/11973.

SOMMARIO

1	Andamento delle offerte	6
2	Natura dell'offerta	12
3	Motivazione delle offerte	15
4	Premi dell'offerta	17
5	Il documento di offerta	20
6	Il reinvestimento nel contesto dell'operazione di offerta	21
	Tabelle di sintesi	23

1 ANDAMENTO DELLE OFFERTE

Nel periodo 2020-2023 sono state promosse 76 Offerte², di cui: 13 nel 2020 (pari al 17%), 19 nel 2021 (pari al 25%), 24 nel 2022 (pari al 32%) e 20 nel 2023 (pari al 26%).

Tab. 1 – Distribuzione temporale delle Offerte nel periodo 2020-2023

Anno	Numero Offerte	Numero Offerte (%)
2020	13	17%
2021	19	25%
2022	24	32%
2023	20	26%
Totale	76	100%

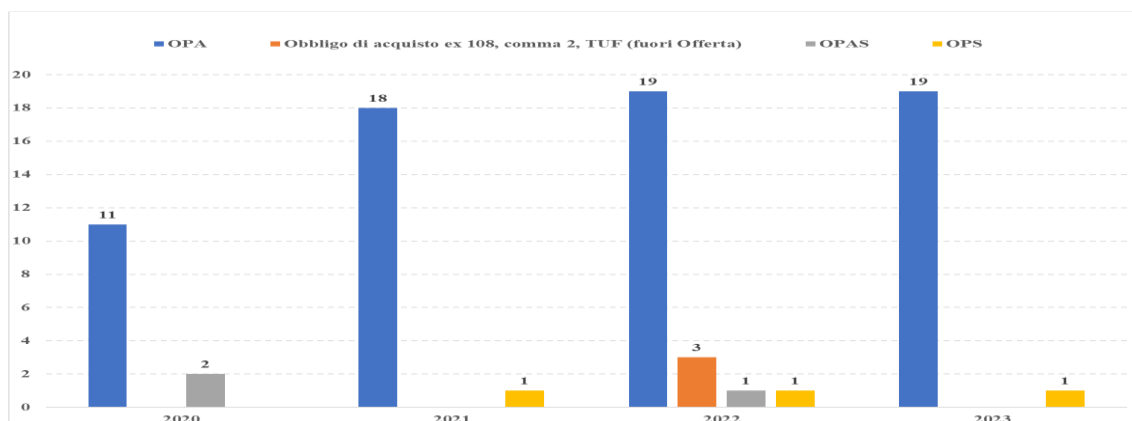
Analizzando le citate Offerte in base alla tipologia di corrispettivo emerge la prevalenza delle OPA (cfr. Tabella 2 e Figura 1). Nello specifico, nel periodo considerato nel 92% dei casi il pagamento del corrispettivo è avvenuto in denaro (OPA e Obbligo di acquisto ex 108, comma 2, TUF, mediante procedura autonoma, non a seguito di Offerta – c.d. “fuori Offerta”), nel 4% dei casi esclusivamente tramite titoli (OPS) e nel restante 4% tramite una combinazione di denaro e titoli (OPAS).

Tab. 2 – Distribuzione temporale delle Offerte nel periodo 2020-2023 sulla base della tipologia di corrispettivo

Anno	OPA	Obbligo di acquisto ex 108, comma 2, TUF (fuori Offerta)	OPS	OPAS	Totale complessivo
2020	11			2	13
2021	18		1		19
2022	19	3	1	1	24
2023	19		1		20
Totale	67	3	3	3	76

2 Ai fini della distribuzione temporale delle Offerte è stata presa in considerazione la data di approvazione del Documento di Offerta da parte della Consob.

Fig. 1 - Andamento delle offerte ordinato per tipologia



Analizzando le Offerte in termini di controvalore (*cf.* Tabella 3) risulta che: *i*) le OPA rappresentano circa l'80% delle offerte (20.154 mln/€); *ii*) le OPS rappresentano circa il 7% (1.690 mln/€); *iii*) le OPAS rappresentano circa il 13% (3.312 mln/€); *iv*) gli Obblighi di acquisto ex 108, comma 2, TUF (fuori Offerta) rappresentano un valore molto ridotto pari a circa 53 mln/€, per un controvalore complessivo delle offerte pari a 25.209 mln/€.

Nonostante la prevalenza numerica e di controvalore complessivo delle OPA, dall'analisi del controvalore medio emerge che la dimensione media delle OPS (563 mln/€) è quasi il doppio rispetto a quella delle OPA (301 mln/€).

La dimensione media delle OPAS è, invece, pari 1.104 mln/€ (oltre il triplo delle OPA e circa il doppio delle OPS). Infine, la dimensione media degli Obblighi di acquisto ex art. 108, comma 2, TUF (fuori Offerta) è pari a circa 18 mln/€.

Tab. 3 – Distribuzione temporale delle Offerte in termini di controvalore complessivo

Anno	OPA	Obbligo di acquisto ex 108, comma 2, TUF (fuori Offerta)	OPS	OPAS	Totale complessivo
2020	1.412.124.433			2.957.422.371	4.369.546.804
2021	6.111.484.164		729.495.806		6.840.979.970
2022	11.604.754.909	52.641.698	63.600.000	354.845.320	12.075.841.927
2023	1.025.722.968		897.239.045		1.922.962.013
Totale	20.154.086.474	52.641.698	1.690.334.852	3.312.267.691	25.209.330.714
Controvalore medio	300.807.261	17.547.233	563.444.951	1.104.089.230	

Espandendo l'analisi per tipologia di prodotto finanziario oggetto di Offerta (cfr. Tabella 4) emerge che: *i)* 63 Offerte hanno riguardato esclusivamente azioni ordinarie (83%); *ii)* 6 Offerte hanno interessato contemporaneamente azioni ordinarie e warrant (8%); *iii)* 2 Offerte hanno riguardato contemporaneamente azioni ordinarie, warrant e azioni di risparmio (3%); *iv)* 2 Offerte hanno riguardato esclusivamente azioni di risparmio (3%); *v)* 1 Offerta ha riguardato contemporaneamente azioni ordinarie e azioni di risparmio; *vi)* 1 Offerta ha riguardato contemporaneamente azioni ordinarie, azioni a voto plurimo e azioni speciali; *vii)* 1 Offerta ha riguardato quote di un fondo.

Nel complesso le azioni ordinarie sono state oggetto di Offerta nel 96% delle Offerte (in 73 operazioni sulle complessive 76). Si rappresenta, inoltre, che le 76 Offerte hanno riguardato 89 diversi strumenti finanziari.

Tab. 4 – Offerte per tipologia di prodotto finanziario

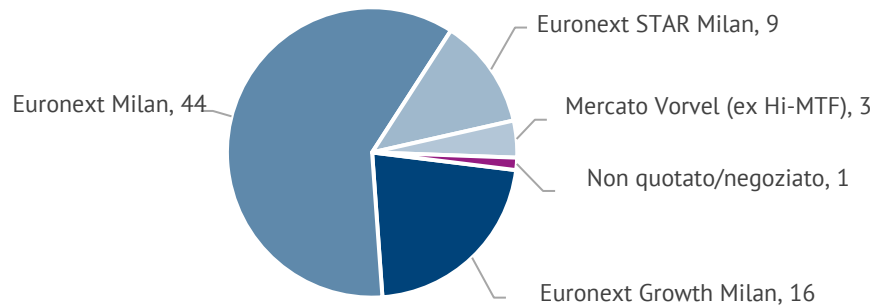
Azione ordinaria	Warrant	Azione di risparmio	Azione a voto plurimo	Azione speciale	Quota fondo	Numero offerte	Numero offerte in %
X						63	82,9%
X	X					6	7,9%
X	X	X				2	2,6%
		X				2	2,6%
X		X				1	1,3%
X			X	X		1	1,3%
					X	1	1,3%
Totale						76	100%

Come mostra la Figura 2 le offerte di acquisto su azioni hanno riguardato principalmente azioni quotate su Euronext Milan (n. 53 offerte, pari al 72,6% delle offerte), di cui n. 9 sul Segmento Euronext STAR Milan (12,3%). Tuttavia, un numero non trascurabile di offerte (16, pari al 21,9%) ha avuto ad oggetto azioni negoziate su Euronext Growth Milan³.

Nel corso del periodo in esame sono state altresì promosse 3 offerte (pari al 4,1%) su azioni negoziate sul Mercato Vorvel (ex Hi-MTF) e un'offerta (pari all'1,4%) su azioni non quotate/negoziate.

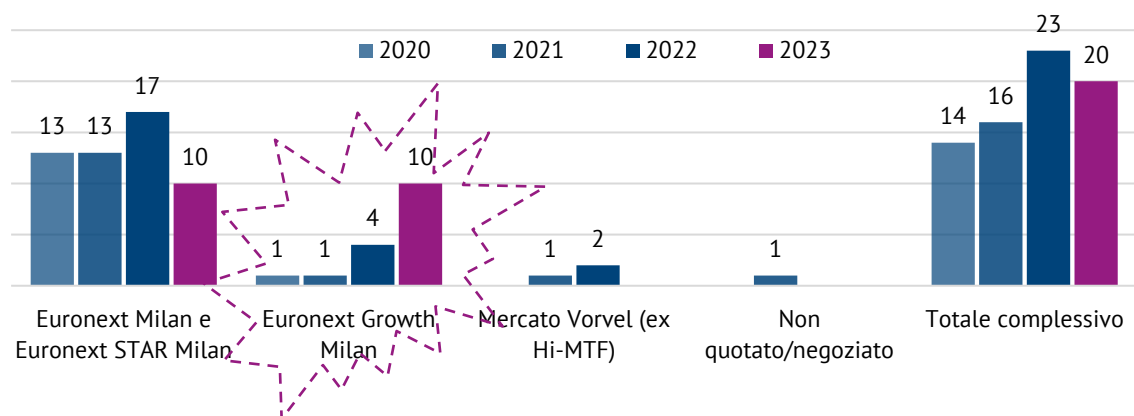
³ Euronext Growth Milan è un sistema multilaterale di negoziazione, registrato come mercato di crescita delle PMI.

Fig. 2 - Tipologia di trading venues di negoziazione delle azioni ordinarie



Focalizzando l'attenzione sulla distribuzione temporale delle Offerte sulle azioni (*cf.* Figura 3) si osserva che, nonostante la prevalenza numerica delle Offerte promosse su Euronext Milan (pari complessivamente a 53, Mercato Euronext Milan e Segmento Euronext STAR Milan), si registra una significativa crescita del numero delle Offerte promosse su Euronext Growth Milan (un'Offerta nel 2020 e nel 2021, 4 Offerte nel 2022 e 10 Offerte nel 2023).

Fig. 3 - Andamento delle Offerte sulle trading venues di negoziazione



La crescente importanza delle offerte su titoli negoziati su Euronext Growth Milan (già AIM Italia) si pone in linea di continuità con le evidenze raccolte nel periodo intercorrente tra il 2007 e il 2019⁴, periodo in cui tale mercato ha registrato 9 offerte (in 8 casi su azioni⁵ ed in un caso su un'obbligazione).

Con riferimento alla totalità delle Offerte (76), il 72,4% (n. 55) degli emittenti gli strumenti finanziari oggetto di Offerte appartiene al settore non finanziario; il restante 27,6% (n. 21) appartiene, invece, al settore finanziario. All'interno del settore finanziario, il segmento bancario rappresenta il 13,2% (n. 10), il segmento settore finanziario-altro il 7,9% (n. 6) e il residuo 6,6% (n. 5) è rappresentato dal segmento assicurazioni.

Tab. 5 – Settore di appartenenza degli emittenti strumenti finanziari oggetto di offerta

Settore dell'Emittente	Numero	%
Non finanziario	55	72,4%
Finanziario	21	27,6%
- banche	10	13,2%
- altro	6	7,9%
- assicurazioni	5	6,6%
Totale complessivo	76	100,0%

I dati mostrano, inoltre, come 19 su 53⁶ offerte relative a emittenti quotati sul mercato regolamentato (pari al 36%) hanno riguardato società che si qualificano come emittenti azioni quotate "PMI" ai sensi dell'art. 1 w-*quater*.1) del TUF aventi una capitalizzazione inferiore a 500 milioni di euro⁷ (cfr. Figura 4).

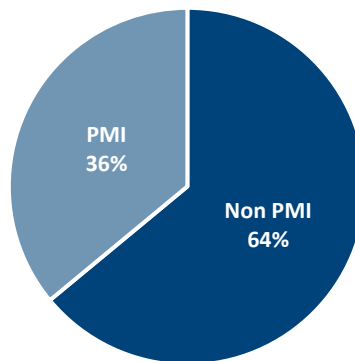
4 Per maggiori informazioni si rinvia al *Discussion Paper "Le Opa in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di riflessione"* (cit.).

5 In particolare, si sono registrate 2 offerte nel 2017, 2 offerte nel 2018 e 4 nel 2019.

6 53 sono le azioni negoziate sul mercato regolamentato Euronext Milan (di cui n. 9 sul Segmento Euronext STAR Milan).

7 Si segnala tuttavia che l'art. 1, comma 1, lett. w-*quater*.1) del TUF, a seguito delle modifiche apportate dall'art. 2 della L. n. 21/2024, definisce le "PMI" come "le piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore a 1 miliardo di euro. Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato tale limite per tre anni consecutivi. La Consob stabilisce con regolamento le disposizioni attuative della presente lettera, incluse le modalità informative cui sono tenuti tali emittenti in relazione all'acquisto ovvero alla perdita della qualifica di PMI. La Consob pubblica l'elenco delle PMI tramite il proprio sito internet".

Fig. 4 - Emittenti PMI



Si segnala, infine che, nel periodo 2020 – 2023, 4 Offerte volontarie totalitarie⁸ sono risultate non efficaci per effetto della mancata realizzazione delle condizioni apposte dall’Offerente e non sono state promosse Offerte concorrenti⁹ (dette anche “contro-opa”).

8 In particolare, una nel 2023, due nel 2022 ed una nel 2020.

9 Per completezza, si evidenzia che nel periodo intercorrente tra il 2007 e il 2019 sul totale di 231 offerte il numero di quelle concorrenti è stato pari a 21, con due casi di offerta concorrente tripla. Delle complessive 21 offerte concorrenti 11 hanno riguardato le quote di fondi chiusi (immobiliari in tutti i casi tranne uno). Per maggiori informazioni si rinvia al *Discussion Paper “Le Opa in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di riflessione”* (cit.).

2 NATURA DELL'OFFERTA

Venendo poi alla natura dell'offerta, la tabella successiva mostra la prevalenza delle Offerte volontarie (complessivamente pari a 47) su quelle obbligatorie (complessivamente pari a 29, dato che comprende anche gli Obblighi di acquisto ex art. 108, comma 2, TUF, cd "fuori Offerta"). In termini aggregati, le offerte volontarie hanno rappresentato circa il 62% delle offerte promosse, contro il 38% circa delle obbligatorie¹⁰). All'interno della categoria delle Offerte volontarie, 39¹¹ sono state totalitarie (pari al 51,3% del totale di tutte le offerte) e 8¹² sono state, invece, parziali (pari al 10,5%).

Tab. 6- Natura delle Offerte

Natura dell'offerta	Totale	Valore in %
Volontaria	47	61,8%
- Totalitaria	39	51,3%
- Parziale	8	10,5%
Obbligatoria	29	38,2%
- Obbligatoria	26	34,2%
- Obbligo di acquisto ex 108, comma 2, TUF (fuori Offerta)	3	3,9%

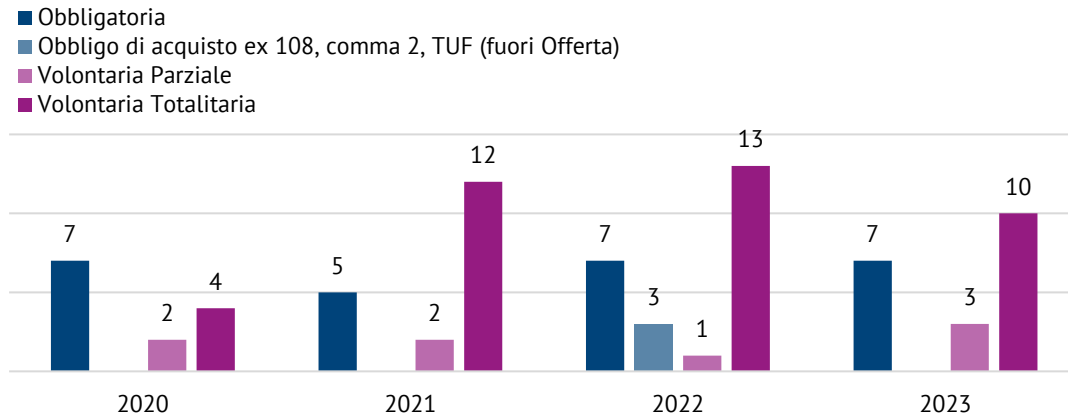
Ad eccezione dell'anno 2020, la distribuzione temporale delle Offerte negli ultimi 4 anni evidenzia che le Offerte Volontarie (totali e parziali) sono state mediamente il doppio delle Offerte Obbligatorie.

10 Tra le offerte obbligatorie sono state ricomprese anche le Offerte su titoli negoziati in *Euronext Growth Milan* in quanto "obbligatorie" ai sensi degli Statuti sociali dei relativi emittenti, che devono richiamare le disposizioni in materia di OPA obbligatoria relative alle società quotate sui mercati regolamentati previste dal TUF.

11 Il dato include 2 operazioni di *Buyback*. In questa categoria rientrano le Offerte su strumenti finanziari emessi dall'Offerente (o società controllanti/controllate).

12 Il dato include 5 operazioni di *Buyback*.

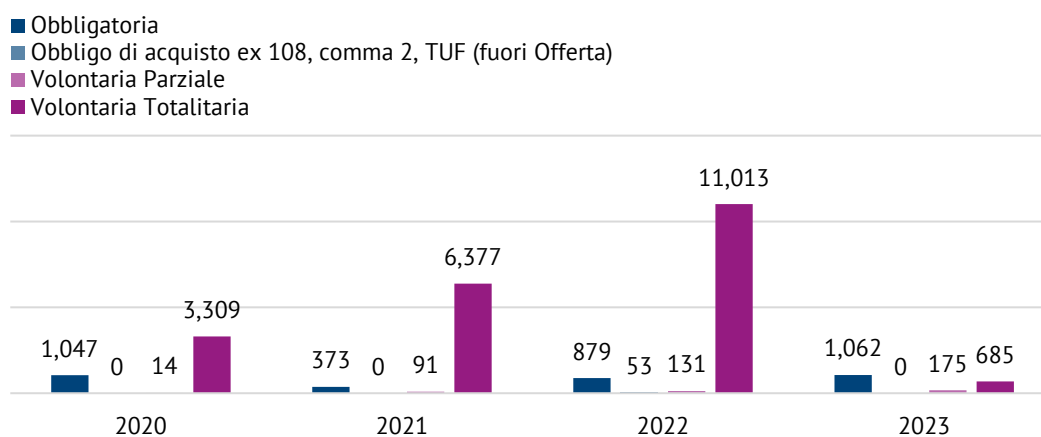
Fig. 5 - Andamento del numero delle offerte secondo la natura delle stesse



Concentrando, infine, l'attenzione sulla dimensione delle Offerte emerge come in media il controvalore delle offerte obbligatorie risulti notevolmente inferiore rispetto al controvalore delle offerte volontarie (tale asserzione è vera per tutti i periodi esaminati ad eccezione del 2023). Tale evidenza emerge chiaramente dalla Figura 6, la quale rappresenta in termini grafici l'andamento del controvalore delle Offerte, raggruppate seconda la natura delle stesse, nel periodo considerato. Dalla Figura 6 emerge, inoltre, una marcata riduzione nel 2023 del controvalore delle Offerte, nonostante il numero di Offerte lanciate in tale periodo non si discosti in modo significativo dal numero medio di Offerte lanciate nei periodi precedenti¹³.

13 Nello specifico nel 2023 è stato registrato un numero di Offerte pari a 20 (pari al 26% del totale) con un controvalore complessivo pari a 1.922.962.013€ (pari al 7,6% del totale). Inoltre, si segnala, che le 10 Offerte, registrate nel 2023, su titoli negoziati su *Euronext Growth Milan* (sistema multilaterale di negoziazione dedicato alle PMI) hanno influenzato (in riduzione) la dimensione media delle stesse.

Fig. 6 - Andamento del controvalore delle offerte secondo la natura delle stesse
(valori in mln/€)



Per completezza di analisi si rappresenta che il controvalore medio è stato pari a: *i)* 129 mln/€ per le offerte obbligatorie; *ii)* 17 mln/€ per gli obblighi di acquisto ex 108, comma 2, TUF (fuori Offerta); *iii)* 51 mln/€ per le offerte volontarie parziali; *iv)* 548 mln/€ per le offerte volontarie totalitarie.

3 MOTIVAZIONE DELLE OFFERTE

Nel periodo in esame prevalgono le offerte di acquisto finalizzate all'incremento della partecipazione già detenuta dai soci di controllo nella società bersaglio (OPA da completamento) e al conseguente *delisting* dell'emittente.

In particolare, come mostra la seguente tabella, circa il 60% delle offerte è motivata da obiettivi concernenti l'incremento della partecipazione di controllo societario/*delisting*, mentre altre motivazioni quali l'acquisizione del controllo, il *buyback* di azioni proprie¹⁴, l'investimento finanziario e l'obbligo di acquisto ex 108, comma 2, TUF (fuori Offerta) rappresentano, rispettivamente, il 21,1%, il 9,2%, il 5,3%, il 3,9% delle offerte considerate.

Tab. 7 - Motivazioni dell'Offerta

Obiettivo principale dell'offerta	Numero	%
Incremento della partecipazione (OPA da completamento) / <i>delisting</i>	46	60,5%
Acquisizione del controllo	16	21,1%
Buyback (Offerente=Emittente)	7	9,2%
Investimento finanziario /Altro	4	5,3%
Obbligo di acquisto ex 108, comma 2, TUF (fuori Offerta)	3	3,9%
Totale complessivo	76	100%

Con particolare riferimento alle operazioni finalizzate all'acquisizione del controllo, si segnala come la quota di Offerte con tale obiettivo rilevata nel periodo in esame (21,1%) è pressoché uguale a quella rilevata nel periodo 2007-2019¹⁵ (in tale arco temporale circa un terzo - 75 su complessive 231 offerte - sono afferenti a cambiamenti del controllo e solo una stretta minoranza sono qualificabili come offerte ostili pari a n.10 offerte).

I dati degli ultimi 4 anni, ponendosi in linea di continuità con le evidenze del periodo 2007-2019, sembrano, pertanto, confermare l'esistenza di un

14 Ovvero quelle operazioni nelle quali l'Offerente e l'Emittente coincidono.

15 Per maggiori informazioni si rinvia al *Discussion Paper "Le Opa in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di riflessione"* (cit.).

rapporto inversamente proporzionale tra la crescita della concentrazione della proprietà azionaria e l'andamento delle acquisizioni ostili.

Queste evidenze spingono necessariamente a slegare il fenomeno delle OPA ostili da quello del cambio del controllo societario. Nel contesto italiano i cambiamenti di controllo sembrano, pertanto, maggiormente caratterizzarsi come il risultato di transazioni "amichevoli", tra gli azionisti di controllo storici e i nuovi acquirenti, piuttosto che di operazioni ostili.

Focalizzando l'attenzione sui *delisting*, si osserva come nel periodo considerato sono state censite 14 Offerte (pari al 18,4%) che non prevedevano tra propri obiettivi il *delisting*, mentre nelle restanti 62 operazioni¹⁶ (pari all'81,6%) il *delisting* stesso è stato, invece, individuato quale obiettivo "associato" (all'obiettivo principale, quale ad esempio il rafforzamento del controllo, il buyback, etc.) delle offerte promosse.

Inoltre, in 56 operazioni su 76 (ovvero in circa il 74% dei casi) l'OPA si è conclusa con il *delisting* dello strumento oggetto di offerta.

Una possibile spiegazione dell'obiettivo del *delisting* potrebbe derivare da una "disaffezione" verso lo *status* di società quotata da ricondurre all'ampio dibattito in corso in materia di prevalenza dei *private markets* sui *public markets*.

In materia, tra le motivazioni dichiarate nei documenti di offerta da parte degli Offerenti sono stati costantemente evidenziati i vantaggi per gli emittenti derivanti dal conseguimento dello *status* di società non quotata (semplificazione normativa, minori oneri e maggior flessibilità gestionale e organizzativa, maggior competitività e velocità di esecuzione).

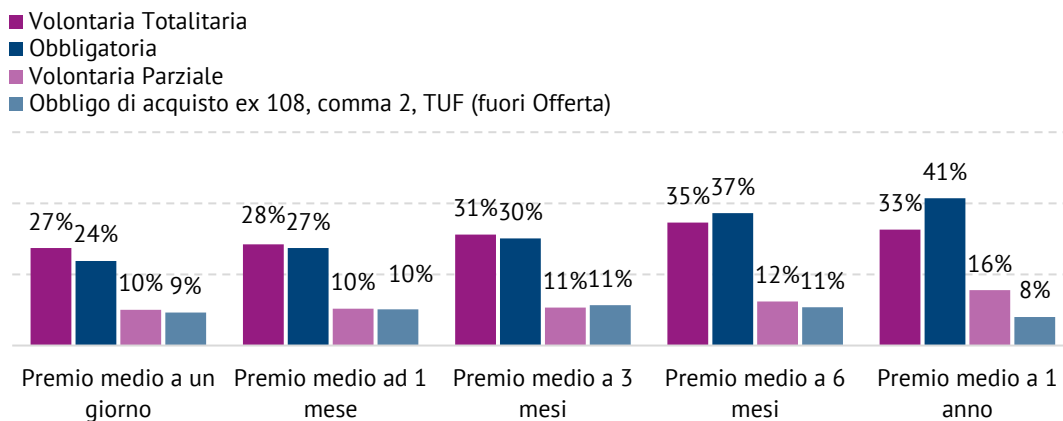
In più occasioni emerge poi la circostanza che: *i)* la capitalizzazione di mercato spesso non riflette i valori fondamentali della società; *ii)* l'operatività degli investitori si caratterizza su orizzonti di breve periodo (*short termism*); *iii)* la liquidità dei titoli quotati registra valori inferiori alle attese degli emittenti (volumi di negoziazione bassi e insufficiente attività di sostegno alla liquidità da parte del *liquidity provider*/specialista).

16 Di cui, in 5 offerte il *delisting* è stato individuato quale obiettivo principale.

4 PREMI DELL'OFFERTA

Nella Figura 7 si fornisce evidenza dei premi mediamente corrisposti agli azionisti¹⁷ delle società *target* – raggruppati secondo la natura dell'Offerta – calcolati come differenza percentuale tra il corrispettivo dell'OPA (o l'equivalente monetario di una OPS/OPAS) e il prezzo di mercato del titolo oggetto di offerta il giorno antecedente il primo annuncio dell'operazione, il prezzo medio ponderato del titolo il mese, il trimestre, il semestre e l'anno precedente il primo annuncio.

Fig. 7 - Premi offerta raggruppati secondo la natura dell'offerta



La Figura 7 mette in evidenza come – per tutti gli orizzonti temporali considerati - le offerte volontarie totalitarie e quelle obbligatorie presentino premi significativamente più elevati rispetto a quelle volontarie parziali e agli obblighi di acquisto ex 108, comma 2, TUF (fuori Offerta).

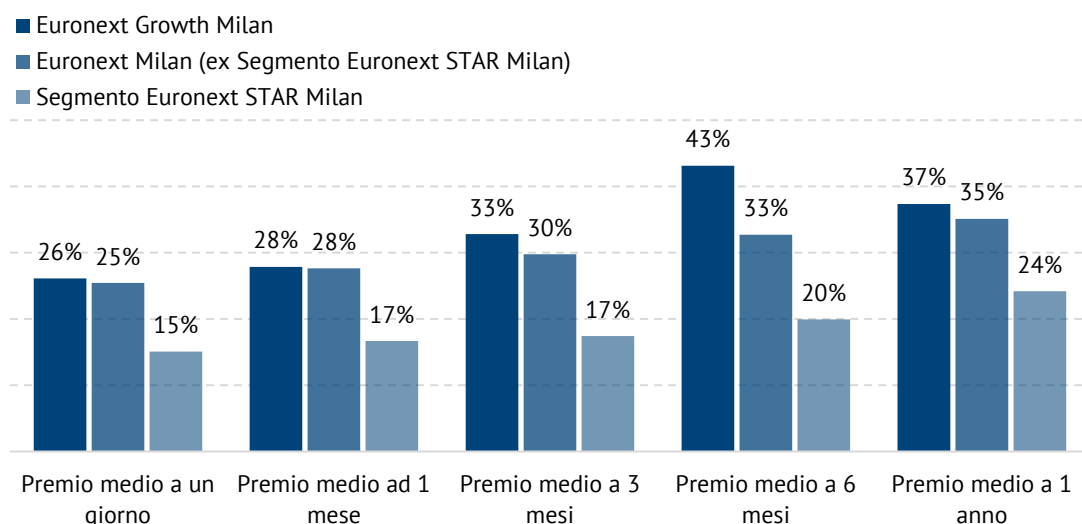
Facendo la media di tutti i premi considerati (a un giorno antecedente il primo annuncio dell'operazione, a un mese, a un trimestre, a un semestre e a un anno precedente il primo annuncio) le offerte volontarie totalitarie hanno un premio medio del 30,8%; le offerte obbligatorie del 32,0%; le offerte volontarie parziali del 11,8% e gli obblighi di acquisto ex 108, comma 2, TUF (fuori Offerta) del 9,9%. Tali risultanze si muovono in continuità con le evidenze raccolte nel periodo intercorrente tra il 2007 e

17 Tale analisi è circoscritta alle offerte aventi ad oggetto azioni ordinarie negoziate su una sede di negoziazione.

il 2019¹⁸, le quali mostrano che le offerte volontarie e quelle obbligatorie presentano premi più alti, pari rispettivamente a 27,3% e a 17,9%¹⁹.

Focalizzando l'analisi sulle sedi di negoziazione (cfr. Figura 8), piuttosto che sulla natura dell'offerta, emerge che quelle che registrano una maggiore liquidità presentano premi mediamente più bassi su tutti gli orizzonti temporali considerati. In particolare, i premi maggiori si registrano sull'Euronext Growth Milan. Nell'ambito del mercato Euronext Milan, il Segmento Euronext STAR Milan offre i premi minori.

Fig. 8 - Premi offerta raggruppati a livello di sede di negoziazione



Dall'analisi dei comunicati stampa diffusi dai Consigli di Amministrazione degli Emittenti - utili per l'apprezzamento delle Offerte ai sensi dell'art.103, comma 3 TUF - emerge che la valutazione delle Offerte è stata ritenuta congrua nel 79% dei casi (per 70 titoli sul totale di 89). In 9 casi (10,1%) il parere è stato non congruo (per CdA e per Amministratori indipendenti). In un solo caso il giudizio è stato non congruo per l'Amministratore indipendente (congruo, invece, per il CdA).

18 Per maggiori informazioni si rinvia al *Discussion Paper "Le Opa in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di riflessione"* (cit.).

19 Si segnala che tali percentuali rappresentano il dato medio fra offerte con *business combination* e offerte senza *business combination* considerando solamente i premi (al netto cioè delle operazioni che presentavano un prezzo di offerta a sconto rispetto all'andamento di mercato).

Tab. 8 – Valutazione di congruità dell'Offerta

Giudizio congruità CdA e Amministratore/i Indipendente/i	N. strumenti oggetto di Offerte	%
Congruo (per CdA e per Amministratore indipendente)	70	78,7%
Non Congruo (per CdA e per Amministratore indipendente)	9	10,1%
Congruo per CdA e non congruo per Amministratore indipendente	1	1,1%
Assente (nel caso di Buyback ¹)	9	10,1%
Totale complessivo	89	100,0%

¹ In particolare, le operazioni di *buyback* sono state complessivamente in numero pari a 7. Un'operazione ha però riguardato contemporaneamente azioni ordinarie, azioni di risparmio e warrant.

Nel 20,5% delle offerte aventi ad oggetto azioni ordinarie (15 sul totale di 73) il corrispettivo offerto è stato modificato durante il periodo di offerta. In un solo caso si è proceduto all'approvazione del supplemento di offerta in relazione ad ulteriori modifiche apportate all'Offerta nel corso della stessa.

5 IL DOCUMENTO DI OFFERTA

Un aspetto di particolare interesse emerso durante l'analisi delle Offerte riguarda il grado di complessità del documento di offerta. Pur in assenza di metriche certe che possano misurare tale fenomeno due elementi indicano un aumento crescente della complessità del documento di Offerta.

Il primo riguarda il *trend* complessivamente crescente della media del numero di pagine del documento di Offerta. In particolare, la lunghezza media dei documenti di offerta è passata dalle 164 pagine del 2020 alle 206 pagine del 2023. La medesima tendenza è stata riscontrata anche tra il 2007 e il 2019²⁰, periodo nel quale la media delle pagine dei documenti di offerta è passata da 82,1 nel periodo 2007-2010 a 98,5 nel periodo 2011-2019. Includendo nell'analisi anche le Opas e le Ops, il *trend* rimane simile (83,6 di media nel primo sottoperiodo contro 107,3 del secondo).

La maggior lunghezza dei documenti è riconducibile al crescente fenomeno delle OPA con reinvestimento, in relazione alle quali diversi paragrafi del Documento analizzano le condizioni economiche degli aumenti di capitale sottoscritti dai soci reinvestitori nell'Offerente o in soggetti facenti parte della catena di controllo del medesimo, i meccanismi di exit dal reinvestimento, le remunerazioni e i piani di incentivazione riconosciuti ai *managers*, le condizioni economiche degli eventuali finanziamenti, etc.

Il secondo indice riguarda il costante aumento della quota di offerte di acquisto assistite dai servizi prestati dai c.d. *Global Information Agents* ("GIA"), consulenti di supporto all'offerente nella comunicazione dei contenuti e finalità dell'offerta. La necessità di ricorrere ad un contatto telefonico che provveda a fornire informazioni di sintesi sul documento di offerta sembra denunciare l'incapacità, o quantomeno l'insufficienza, del presidio di trasparenza rappresentato dal documento stesso, quantomeno nei confronti degli investitori *retail*. In questo senso, potrebbe ipotizzarsi un nesso tra il ricorso ai servizi dei GIA e la crescente complessità (misurata dalla lunghezza) dei documenti approvati.

Nel periodo 2020-2023, in 56 offerte sulle complessive 76 si è registrata la presenza del *Global Information Agent* (pari al 73,7%). La crescente presenza del GIA si pone in linea di continuità con le evidenze raccolte nel periodo intercorrente tra il 2007 e il 2019²⁰, dove quasi la metà delle Offerte (46%) vede il *Global Information Agent* tra i consulenti dell'Offerente.

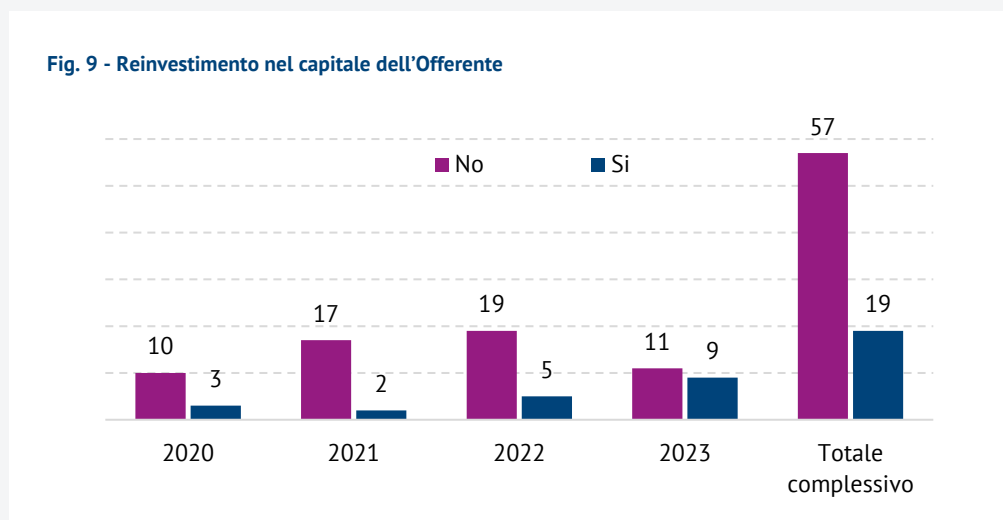
²⁰ Per maggiori informazioni si rinvia al *Discussion Paper "Le Opa in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di riflessione"* (cit.).

6 IL REINVESTIMENTO NEL CONTESTO DELL'OPERAZIONE DI OFFERTA

Le offerte che hanno registrato – nel periodo 2020-2023 – forme di reinvestimento dei soci dell'Emittente nel capitale dell'Offerente sono state 19 sul totale di 76 (25% delle offerte)²¹.

Il dato appare 4 volte superiore rispetto alle evidenze emerse nel periodo 2007-2019²², dove, sulle complessive 231 Offerte, 14 (pari a circa il 6%) prevedono una qualche forma di accordo tra l'Offerente e l'azionista di maggioranza della società *target*.

Le evidenze appena esposte suggeriscono un *trend* crescente negli ultimi anni sul mercato italiano (nel 2023 pari al 45%, 9 operazioni sul totale di 20) di offerte al pubblico di acquisto e/o di scambio, sia volontarie sia obbligatorie, la cui struttura prevede il reinvestimento dei soci venditori/conferenti nella società che promuove l'offerta (o nella relativa catena di controllo).



21 In particolare, tali offerte hanno visto il reinvestimento (in tutto o in parte) nel capitale dell'offerente (o in altra società della catena di controllo di quest'ultimo) del corrispettivo ricevuto dalla cessione della partecipazione detenuta dagli azionisti di controllo ovvero il conferimento diretto da parte di questi ultimi della partecipazione detenuta nell'emittente nell'offerente o in altra società della catena di controllo di quest'ultimo.

22 Per maggiori informazioni si rinvia al *Discussion Paper "Le Opa in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di riflessione"* (cit.). Con riferimento al numero complessivo delle offerte svolte nel periodo 2007/2019, come evidenziato in nota 23, sono computate anche le offerte che hanno avuto ad oggetto strumenti finanziari diversi dalle azioni ordinarie.

Focalizzando l'attenzione sulle sedi di negoziazione emerge come la sede di negoziazione che ha registrato il maggior numero di offerte con reinvestimento, in termini percentuali, è l'Euronext Growth Milan (il 43,8%, ossia 7 sul totale di 16,). A seguire troviamo il Segmento STAR del mercato Euronext Milan (il 30%, ossia 3 operazioni su 10). Infine, il mercato Euronext Milan (il 20%, ossia 9 sul totale di 45).

TABELLE DI SINTESI

Tab. 9 – Reinvestimento nel capitale dell'offerente

(corrispettivo ricevuto/conferimento della partecipazione detenuta nell'Emittente)

Sede di negoziazione strumento finanziario	Numero offerte	No	Sì	% sul totale
Euronext Growth Milan	16	9	7	43,8%
Segmento STAR di Euronext Milan	10	7	3	30,0%
Euronext Milan	45	36	9	20,0%
Euronext MIV Milan	1	1		0,0%
Mercato Vorvel (ex Hi-MTF)	3	3		0,0%
Non quotato/negoziato	1	1		0,0%
Totale complessivo	76	57	19	25,0%

Tab. 10 – Numero e controvalore delle offerte

anno	numero	controvalore in milioni di euro
2007	28	6.320
2008	22	2.458
2009	26	2.235
2010	12	3.837
2011	27	5.222
2012	11	1.705
2013	9	1.600
2014	10	880
2015	9	5.716
2016	26	3.019
2017	17	2.448
2018	19	13.836
2019	15	677
2020	13	4.370
2021	19	6.841
2022	24	12.076
2023	20	1.923
Totale	307	75.163

Tab. 11 – Numero di offerte per tipologia

anno	OPA	Obbligo di acquisto ex 108, comma 2, TUF (fuori Offerta)	OPS	OPAS	Totale
2007	24	3	1		28
2008	18	2		2	22
2009	19		4	3	26
2010	5	2	5		12
2011	14	2	10	1	27
2012	7		3	1	11
2013	6		2	1	9
2014	10				10
2015	7		2		9
2016	25			1	26
2017	12	1	3	1	17
2018	14	2	1	2	19
2019	12	2	1		15
2020	11			2	13
2021	18		1		19
2022	19	3	1	1	24
2023	19		1		20
Totale	240	17	35	15	307