

Luiss

Libera Università
Internazionale
degli Studi Sociali

Guido Carli

CERADI

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

L'Opa delle Generali sull'INA

Alessandro Germani

Novembre 2002

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

<u>GLI EVENTI.....</u>	<u>2</u>
<u>LA COMUNICAZIONE DELL’OFFERTA E LA PASSIVITY RULE .</u>	<u>7</u>
<u>IL PRINCIPIO DELLA PARITÀ DI TRATTAMENTO.....</u>	<u>11</u>
<u>IL MIGLIORAMENTO DELL’OFFERTA</u>	<u>12</u>
<u>LE STOCK OPTION E I COMPENSI</u>	<u>14</u>

GLI EVENTI

Nel settembre 1999, mentre l’Ina trattava con il San Paolo-Imi un’integrazione che avrebbe sancito la nascita del più grande esempio in Italia di bancassurance, intervenne l’offerta pubblica lanciata dalle Generali sulla compagnia assicurativa romana. Dopo alterne vicende, durate quasi due mesi, l’offerta ebbe esito positivo e contribuì alla creazione di uno dei maggiori poli assicurativi d’Europa.

Al di là delle considerazioni sulla convenienza di un assetto (la bancassurance) rispetto all’altro, è opportuno soffermarsi sulle vicende che hanno caratterizzato l’operazione in questione, cercando di verificare in che misura il Testo Unico della Finanza (cosiddetta legge Draghi) emanato nel 1998 abbia soddisfatto l’esigenza di tutela del pubblico risparmio. Infatti, da più parti si richiesero modifiche alla legislazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio, che, nata con la legge 149/1992, aveva subito notevoli ripensamenti e modifiche sostanziali all’interno della Legge Draghi.

In primo luogo, sembra opportuno ripercorrere gli assetti azionari dei soggetti coinvolti nell’operazione (Figura 1, Figura 2 e Figura 3).

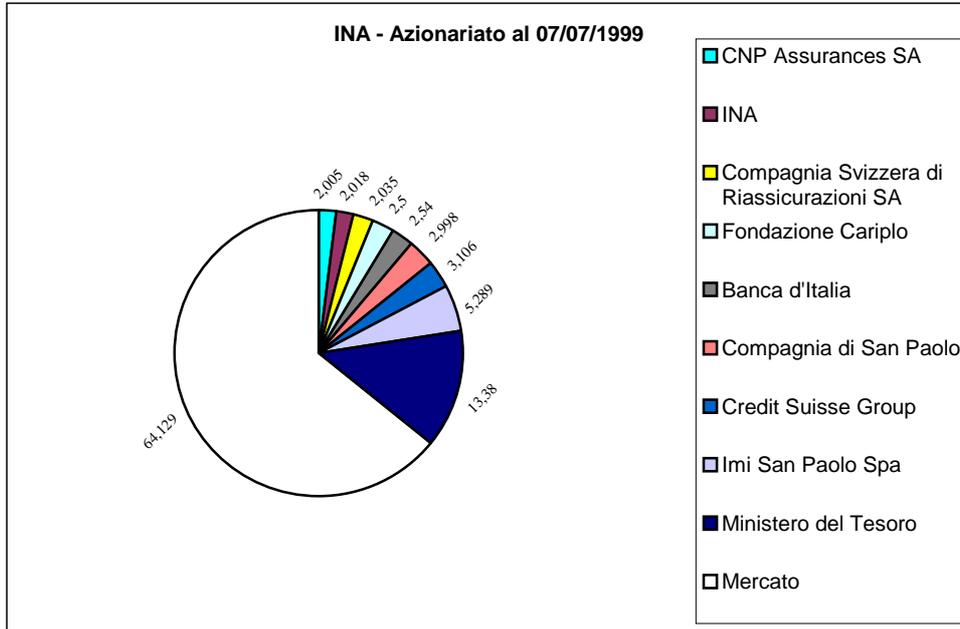


Figura 1 - Fonte Consob

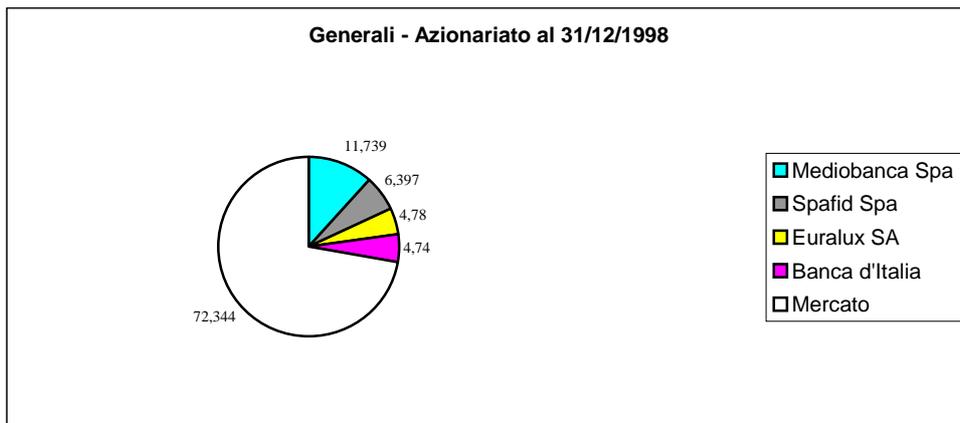


Figura 2 - Fonte Consob

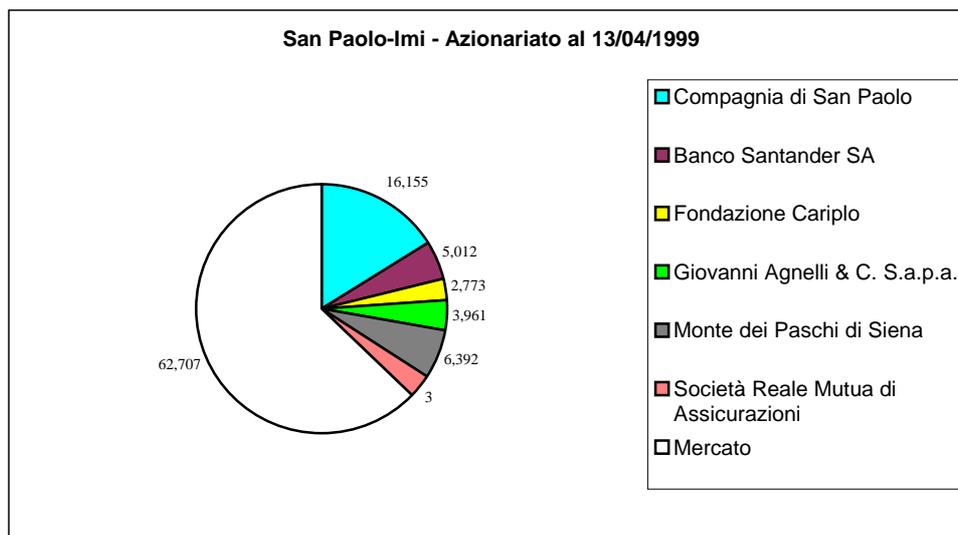


Figura 3 - Fonte Consob

L'offerta lanciata dalle Generali sul capitale dell'Ina veniva ad essere la seconda per importo (circa 24.000 miliardi di lire) nella storia della finanza italiana dopo l'operazione Olivetti-Telecom ed era la prima che coinvolgeva due realtà del mondo assicurativo.

Il 14 settembre 1999 le Generali manifestarono la propria intenzione di lanciare un'offerta pubblica di acquisto sul capitale dell'Ina attraverso la comunicazione dell'operazione, così come prescritto dall'art. 102 comma 1 del Testo Unico della Finanza e dall'art. 37 del Regolamento Consob 11971 del 14 maggio 1999. Nella formulazione originaria (che venne successivamente modificata in senso migliorativo, principalmente attraverso la deliberazione di un acconto sul dividendo 1999 a favore degli azionisti Ina) l'offerta prevedeva per chi avesse aderito alla stessa la consegna di 2.000 azioni Ina (lotto minimo negoziabile) a fronte di 1.660 euro in contanti e 140 azioni ordinarie Generali di nuova emissione da nominali 2.000 lire con godimento dal primo gennaio 1999. Venne fissato come limite per l'efficacia dell'offerta il raggiungimento di due terzi più uno delle azioni Ina, benché Generali si riservassero di accettare un quantitativo inferiore; in ogni caso, l'offerta non avrebbe avuto validità se non fosse stata raggiunta almeno la soglia del 34 per cento delle adesioni. Infine, venne fissata come data di partenza dell'offerta il mese di gennaio del 2000.

L'offerta fu immediatamente definita "ostile" dal management dell'Ina, che stava trattando l'ipotesi di bancassicurazione con il proprio principale azionista, il San Paolo-Imi. In particolare, l'ipotesi allo studio riguardava un piano industriale di integrazione tra i due soggetti che mirava all'assistenza

finanziaria alla clientela facendo perno sulle sinergie tra banca e assicurazioni¹. Immediatamente, iniziarono ad emergere due possibili epiloghi: quello della trattativa², che vedeva il San Paolo-Imi potenzialmente interessato alle partecipazioni bancarie detenute dall'Ina (ovvero il 51 per cento del Banco di Napoli Holding ed il 7,5 per cento della Banca Nazionale del Lavoro)³, e quello del conflitto, con la possibilità di rilancio da parte dell'Istituto bancario torinese, che avrebbe potuto lanciare una contro-Opa utilizzando la propria controllata Banca Fideuram.

Nel frattempo, l'Ina poneva un quesito alla Consob, perché fosse chiarito il momento a decorrere dal quale scatta la passivity rule (cioè la norma che blocca gli amministratori della società sotto scalata a meno che le "manovre"⁴ da questi ideate siano appoggiate dal 30 per cento⁵ degli azionisti riuniti in assemblea ordinaria o straordinaria⁶). In buona sostanza, l'Ina riteneva

¹ Si trattava di copiare i modelli che avevano avuto successo in Europa, cioè quello olandese dell'Ing e l'integrazione svizzera tra Credit Suisse e Winterthur. Bisogna altresì notare che l'Ina era partecipata dal San Paolo-Imi (5,289%) e dalla Compagnia di San Paolo (2,998%), che di fatto costituivano il socio più rilevante all'epoca (cfr. figura 1).

² *Generali - Ina, ultime mosse*, Il Corriere della Sera, 01 ottobre 1999; *Ina ultime prove d'intesa*, Il Corriere della Sera, 05 ottobre 1999; *Ina, si tratta ad oltranza*, Il Corriere della Sera, 06 ottobre 1999; *Generali - San Paolo, si tratta per evitare la guerra dell'Opa*, La Repubblica, 07 ottobre 1999; *Ina, il San Paolo - Imi a consiglio per le contromosse*, Il Corriere della Sera, 08 ottobre 1999.

³ Anche perché i vertici delle Generali si affrettarono a dichiarare non strategiche le partecipazioni bancarie, e quindi a lasciare uno spiraglio aperto per una trattativa con il San Paolo-Imi che si basasse su queste.

⁴ Le cosiddette *poison pills*, cioè quelle pillole avvelenate che si sostanziano in manovre di difesa anti- scalata che la società decide di deliberare.

⁵ A lungo si è discusso e si continua a discutere in merito al 30 per cento necessario ai sensi dell'art. 104 T.U.F. per adottare validamente delle misure anti-scalata. Di fatto, soltanto una maggioranza qualificata dei soci consente al management della società di fronteggiare le misure dell'aggressore e di liberarsi dai vincoli della regola di passività. La misura fissata al 30 per cento (che costituisce un quorum deliberativo valido anche in seconda o terza convocazione) può a seconda delle circostanze essere considerata elevata o bassa. Infatti, laddove via sia un nocciolo duro piuttosto consistente e che sposi la logica di resistenza alla scalata propria del management, la soglia del 30 per cento potrebbe essere superata con facilità. Diverso è il caso di un azionariato fortemente polverizzato, tipico nelle public companies, laddove viceversa può essere assai complesso, se non impossibile, il raggiungimento del quorum. Venendo al caso specifico dell'Ina, la presenza di un nocciolo duro che non arrivava a raccogliere il venti per cento del capitale poteva far presagire una grossa difficoltà nel riunire il trenta per cento del capitale necessario per avallare delle manovre anti-scalata.

⁶ Per quanto concerne le modalità di convocazione dell'assemblea ai sensi dell'art. 104 T.U.F. va detto che il decreto del Ministro di Grazia e Giustizia del 5 novembre 1998 n. 437 ha previsto una disciplina ad hoc. Infatti, l'art. 2 di tale decreto stabilisce che la convocazione deve essere effettuata "mediante avviso, contenente le indicazioni prescritte dall'art. 2.366, primo comma, del codice civile, pubblicato su un quotidiano a diffusione nazionale e trasmesso a due agenzie di stampa almeno quindici giorni prima di quello fissato per l'adunanza. All'assemblea così convocata si applica anche la disposizione del successivo art. 3 secondo cui gli

che la passivity rule dovesse intervenire nel momento del deposito del prospetto informativo presso la Consob e non nel momento anteriore della comunicazione dell'intenzione di offerta.

La Commissione, confermando la medesima interpretazione data in occasione dell'Opa Olivetti-Telecom, dichiarò idonea la comunicazione fatta dalle Generali a far scattare la passivity rule, limitandosi a chiedere all'offerente di abbreviare i tempi previsti per il lancio dell'offerta, inizialmente fissati per il mese di gennaio dell'anno successivo.

L'Ina a quel punto decideva di appellarsi al Tribunale Amministrativo del Lazio, che rovesciò l'interpretazione della Consob fissando come momento per far scattare la passivity rule il deposito del prospetto informativo, e non la comunicazione dell'offerta che lo precede. Questa interpretazione venne confermata anche dal Consiglio di Stato, al quale avevano fatto ricorso tanto la Consob quanto le Generali.

Nel frattempo le Generali e il San Paolo-Imi addivenivano ad un accordo, avallato anche dalla Banca d'Italia⁷, in base al quale l'istituto bancario dava il via libera al passaggio dell'Ina alle Generali ed in cambio otteneva il Banco di Napoli e l'opportunità di fare ingresso nel capitale della società di assicurazione triestina⁸.

L'Ina, il cui consiglio di amministrazione aveva in un primo tempo temporeggiato non apprezzando l'accordo tra l'azionista San Paolo-Imi e le Generali, agli inizi di novembre arrivò a siglare anch'essa un accordo con le Generali, sopraggiunto dopo il miglioramento della parte economica dell'offerta (in primis attraverso la previsione di un acconto sui dividendi 1999) e l'introduzione di garanzie a livello di corporate governance e di piano industriale, finalizzato a che la compagnia romana mantenesse la propria identità pur passando sotto il controllo delle Generali.

amministratori sono tenuti a mettere a disposizione "presso la sede sociale e presso la società di gestione del mercato di quotazione, almeno quindici giorni prima di quello fissato per l'assemblea, una relazione sulle proposte concernenti le materie poste all'ordine del giorno".

⁷ Circa l'intervento della Banca d'Italia, si segnalano i seguenti articoli: *Ina, Masera da Fazio*, Il Corriere della Sera, 02 ottobre 1999; *Ina ultime prove d'intesa*, Il Corriere della Sera, 05 ottobre 1999; *Il sigillo finale del governatore. E Arcuti a Torino restò solo*, Il Corriere della Sera, 09 ottobre 1999; *Generali - S.Paolo pace tra i poteri forti*, La Repubblica, 09 ottobre 1999.

⁸ A seguito delle pronunce del Tar (21 ottobre 1999) e del Consiglio di Stato (29 ottobre 1999), la passivity non era neppure scattata, giacché i giudici amministrativi avevano stabilito che la stessa decorresse dal deposito del prospetto informativo. Pertanto, poteva esservi spazio per una contromossa dell'Ina volta ad intralciare il progetto di acquisizione delle Generali. Tuttavia bisogna tenere conto che il San Paolo-Imi, che all'epoca era il principale azionista dell'Ina, siglò un accordo di spartizione con le Generali in data 09 ottobre 1999, di fatto vanificando la portata di qualunque mossa difensiva l'Ina avesse voluto tentare. Da ultimo, va ricordato che la pubblicazione del prospetto informativo avvenne il 19 novembre 1999, a circa due mesi di distanza dalla comunicazione dell'offerta ex art. 102 T.U.F.

L'offerta si concluse con un record di adesioni (al di sopra dell'ottanta per cento) e, agli inizi del 2000, le Generali ottennero il via libera a fini antitrust da parte della Commissione Europea.

L'epilogo della vicenda si è avuto nel corso del 2001, quando l'assemblea delle Generali (che già controllavano il 94,22 per cento dell'Ina), ha deliberato in data 28 luglio 2001 la fusione per incorporazione dell'Ina, ponendo fine alla storia dell'Istituto assicurativo romano che era nato ai primi del 900.

LA COMUNICAZIONE DELL'OFFERTA E LA PASSIVITY RULE

Quando una società lancia un'offerta pubblica di acquisto sui titoli di un'altra società (cosiddetta società bersaglio), è importante che vengano contemperate le esigenze di tutti gli attori, nello spirito dell'attuale legislazione italiana in materia di Opa, che mira a salvaguardare il diritto proprio dell'azionista di minoranza a prendere parte ad un'operazione (l'offerta per l'appunto), che generalmente presenta delle condizioni economiche assai vantaggiose. In pendenza di un'offerta pubblica di acquisto è evidente che gli interessi della proprietà (gli azionisti) e del controllo (il management) possano essere contrastanti: infatti i primi, ed in particolare gli azionisti di minoranza, la cui logica di azione prescinde dall'importante fattore del controllo della società, per via della esigua partecipazione detenuta, guardano al ritorno dell'investimento, ed in particolare alle condizioni economiche fissate dall'offerente; viceversa il management è per lo più interessato a mantenere la propria posizione di governo dell'azienda, che è destinata a venire meno nell'ipotesi di esito positivo dell'offerta pubblica di acquisto. Per questo motivo, pur nella logica di far sì che la società possa contrastare con apposite manovre difensive l'offerta, è opportuno che siano chiamati gli azionisti ad avallare siffatto comportamento, non sembrando opportuno che una decisione di tale importanza venga lasciata al management della società. Quindi, in pendenza di un'offerta pubblica di acquisto la società subisce delle restrizioni alla propria operatività, cosiddetta *passivity rule*, vale la pena individuare in cosa consistano tali restrizioni e da quale momento acquistino validità.

A tal riguardo, è opportuno notare che la vecchia disciplina in materia di Opa (legge 149/1992) prevedeva una situazione di totale immobilizzo per la società bersaglio, giacché l'art.16 fissava il divieto per gli amministratori di compiere qualunque operazione che potesse modificare in maniera significativa l'attivo o il passivo della società o comportare l'assunzione di impegni senza contropartita e fissava altresì il divieto assoluto, a pena di nullità, di qualsiasi modificazione statutaria; queste restrizioni avevano validità a partire dal momento della pubblicazione del documento di offerta.

Il Testo Unico della Finanza disciplina la passivity rule (art.104) stabilendo che “le società sotto offerta si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell’offerta. Le assemblee deliberano, anche in seconda o in terza convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano almeno il trenta per cento del capitale.”

Ciò che vale la pena individuare è il momento a partire dal quale le regole della passivity rule sono applicabili, cioè il momento a partire dal quale la società bersaglio incontra degli ostacoli alla propria libera operatività connessi alla pendenza dell’offerta e superabili soltanto con le particolari maggioranze assembleari fissate dal Testo Unico della Finanza all’articolo 104.

A tal riguardo, è opportuno fare riferimento al Regolamento Emittenti n.11971 emanato dalla Consob il 14 maggio 1999, che costituisce la normativa secondaria che si affianca al Testo Unico della Finanza⁹. Ora, dal combinato disposto della legge Draghi e del Regolamento Consob, si evince che in un’offerta pubblica di acquisto la comunicazione che l’offerente effettua alla Consob, e contestualmente al mercato e all’emittente, contenente i tratti essenziali dell’operazione, riveste un ruolo di assoluta centralità. A detta comunicazione si accompagnano, anche in un momento successivo, il documento d’offerta (il cosiddetto prospetto informativo) e la scheda di adesione, redatti secondo le prescrizioni dettate dalla Commissione.

È importante sottolineare che da un punto di vista normativo non esisteva alcun vincolo di natura temporale finalizzato a regolamentare l’intervallo tra la comunicazione dell’offerta e il deposito del prospetto informativo, che è condizione necessaria per far partire l’offerta sul mercato e dare il via alle adesioni. Questo significa in altre parole che non vi era alcuna prescrizione di tipo legislativo o regolamentare che fissasse un termine per la data di deposito del prospetto informativo rispetto alla comunicazione dell’offerta. Ciò è confermato dall’azione di moral suasion effettuata dalla Consob nei confronti delle Generali perché l’offerta, e dunque il deposito del prospetto, avvenisse in tempi più ristretti rispetto a quanto inizialmente preventivato (gennaio 2000).

La vicenda contribuì ad innescare un acceso dibattito sulla decorrenza della passivity rule.

Ciò che importa fissare è se la passivity rule decorra dalla comunicazione dell’offerta o, qualora sia successivo ad essa, dal deposito del prospetto informativo¹⁰.

⁹ Va detto subito che, proprio a seguito della vicenda Generali-Ina e dei risvolti giuridici della stessa, detto regolamento è stato modificato dalla Consob nel corso del 2000.

¹⁰ PRESTI-RESCIGNO, “*La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*”, in Quaderni di Finanza Consob, n.37, aprile 2000.

L'Ina infatti, prima di dichiarare amichevole l'Opa delle Generali, l'aveva definita ostile, ed aveva indirizzato un esposto alla Consob poiché riteneva che non fosse corretto che l'applicazione della regola di passività scattasse dalla comunicazione dell'offerta, bensì dalla presentazione del prospetto informativo.

La Consob dal canto suo, già in occasione dell'operazione Olivetti-Telecom, aveva chiarito che la regola di passività si applicava dalla comunicazione dell'offerta, a condizione che la stessa contenesse anche il termine d'inizio dell'offerta stessa¹¹. E nella circostanza dell'esposto dell'Ina aveva confermato lo stesso intendimento.

Tuttavia, l'interpretazione della Commissione venne completamente ribaltata tanto dalla sentenza del Tribunale Amministrativo del Lazio, al quale l'Ina si era rivolta, quanto dal Consiglio di Stato, a cui si erano appellate sia la Consob sia le Generali. I giudici amministrativi avevano confermato che la passivity rule decorre non dalla comunicazione dell'offerta, ma dal momento del deposito del prospetto informativo; questo ha comportato, nel corso del 2000, la modifica, da parte della Consob, del proprio Regolamento Emittenti, allo scopo di recepire l'orientamento della giustizia amministrativa.

All'epoca dell'operazione furono molteplici e di diverso avviso i commenti circa l'intervento della giustizia amministrativa, che aveva ribaltato l'interpretazione della Consob¹².

Il dibattito che si accese sulla passivity rule e sulla disciplina Opa in generale si sostanziò nella richiesta, giunta da più parti, di modifica di detta disciplina a distanza di un solo anno dalla sua emanazione.

Ora, lo spirito del Testo Unico della Finanza è quello di disciplinare le offerte pubbliche cosiddette ostili, giacché è provato che quando una società risulta contendibile, ovvero scalabile, il management è indotto a gestire la medesima nell'ottica di massimizzare la creazione di valore per gli azionisti. Allora, se una società diviene bersaglio di un'altra, quest'ultima dovrebbe avere un piano industriale da cui risulti l'incremento di valore che è in grado di apportare grazie all'operazione. Il tutto dovrebbe riflettersi equamente nel prezzo che lo scalatore decide di offrire per la società bersaglio. In una logica di mercati efficienti, se tutti gli elementi prima citati sono ragionevoli, sarà il

¹¹ La comunicazione effettuata dalle Generali fissava come termine per l'inizio dell'offerta il mese di gennaio 2000, determinando così un intervallo di quattro mesi dalla comunicazione medesima. Infatti, successivamente le Generali provvidero ad accorciare notevolmente detti tempi, talché l'offerta si concluse nel dicembre del 1999.

¹² A tal riguardo, tra i tanti si segnalano i seguenti interventi: FERRO-LUZZI, "I danni e i dubbi su Ina Generali" in *Il Sole 24 Ore*, 24 ottobre 1999; ONADO, "Migliorare le regole per un'Opa efficace" in *Il Sole 24 Ore*, 27 ottobre 1999; CAPRIO, "I doveri verso tutti gli azionisti" in *Il Sole 24 Ore*, 31 ottobre 1999; PENATI, "La Consob alla ricerca dell'Opa perduta", in *Corriere della Sera*, 31 ottobre 1999.

mercato, e in buona sostanza l'universo degli azionisti investitori, a decretare attraverso la propria adesione la vittoria dell'offerente, e quindi a premiare il piano industriale di quest'ultimo.

Va da sé che se questo è lo spirito della legge, la passivity rule dovrebbe decorrere immediatamente, cioè fin da quando l'offerente comunica le proprie intenzioni ai sensi dell'art.102 del Testo Unico della Finanza. Infatti, la passivity rule non vuole generare un immobilizzo totale a sfavore della società sotto scalata, ma soltanto far sì che da quel momento in poi certe decisioni cruciali per la vita della società e per l'eventuale adesione all'offerta passino attraverso il vaglio degli azionisti.

La necessità della comunicazione dell'offerta, che precede il deposito del prospetto informativo e che, ai sensi dell'art.37 del Regolamento Consob riporta gli elementi essenziali dell'operazione, risponde alla necessità di chiarezza e trasparenza¹³, giacché si ha a che fare con informazioni che sono price sensitive e che di conseguenza vanno immediatamente portate a conoscenza del mercato.

Pertanto, la tutela del mercato poteva passare benissimo nella fissazione della comunicazione dell'offerta quale momento da cui far decorrere la passivity rule, cercando invero di minimizzare il lasso temporale tra la comunicazione e la presentazione del prospetto informativo¹⁴.

Invero, far partire la passivity rule dal deposito del prospetto informativo potrebbe andare a nocimento della stessa trasparenza e chiarezza. Infatti l'offerente, che in ogni caso è costretto a comunicare preventivamente al mercato e all'emittente le proprie intenzioni, vorrà evitare di fornire troppi particolari nella comunicazione d'offerta, per non dare eccessivo vantaggio all'avversario; quest'ultimo infatti è ancora libero dai vincoli, fissati dalla regola di passività, che scattano soltanto successivamente, con il deposito del prospetto informativo. E' altrettanto vero che nel caso specifico, sebbene non vi sia alcuna prescrizione legislativa che vincoli in tal senso, è interesse della società offerente minimizzare l'intervallo temporale tra comunicazione e prospetto. In altre parole, far decorrere la passivity rule dal deposito del prospetto significa condizionare l'offerente ad un'operatività che faccia seguire

¹³ Si rimanda agli articoli 41 e 42 del citato regolamento riguardanti appunto le norme di trasparenza e quelle di correttezza.

¹⁴ Questo per evitare che la società resti esposta troppo a lungo alla passivity rule. D'altronde, le stesse Generali nel corso dell'operazione accorciarono notevolmente i tempi dell'offerta, prevista inizialmente per il gennaio 2000, e poi anticipata a novembre 1999. Questa è la visione di SPAVENTA, "La disciplina dell'Opa in Italia: i risultati di un test", in Mercato Concorrenza Regole, 1999.

alla comunicazione il deposito del prospetto nel più breve lasso temporale, per non dare eccessivo vantaggio alla società bersaglio ¹⁵¹⁶.

IL PRINCIPIO DELLA PARITÀ DI TRATTAMENTO

Momento cruciale dell'operazione Ina-Generali venne ad essere l'accordo sancito tra le Generali e il San Paolo-Imi, attraverso il quale le Generali ottennero il via libera all'acquisizione in cambio della partecipazione nel Banco di Napoli.

Vale la pena ricordare che prima dell'offerta delle Generali l'Ina stava dialogando con il San Paolo-Imi allo scopo di dar vita ad un polo di bancassurance tra i due. Oltre tutto, il San Paolo-Imi costituiva il socio più rilevante nella compagine delle assicurazioni romane (si veda al riguardo la figura 1).

In principio sembrava che l'istituto torinese fosse disposto a lanciare una contro-Opa sull'Ina, che presumibilmente il management della stessa avrebbe dichiarato amichevole, a differenza dell'Opa lanciata da Generali. Subito però le reiterate dichiarazioni del management delle Generali circa il fatto che le partecipazioni bancarie detenute dall'Ina¹⁷ non fossero strategiche poteva far presumere che quello era quanto le Generali stesse erano disposte a concedere al San Paolo-Imi onde poter procedere speditamente all'aggregazione con l'Ina.

Nondimeno, il lasso temporale di circa trenta giorni tra la comunicazione dell'offerta effettuata dalle Generali e l'accordo sancito con l'istituto torinese evidenzia chiaramente che vi furono degli steps successivi necessari a formulare un accordo che accontentasse entrambi¹⁸.

E' chiaro che un eventuale rilancio da parte del San Paolo-Imi non avrebbe fatto altro che premiare l'interesse degli azionisti di minoranza, che

¹⁵ Va da sé che nel caso in cui, ed in Italia sono i più, l'offerta è considerata amichevole, il problema delle manovre anti-scalata non si pone. Diverso è il caso in cui i duellanti si combattono apertamente rimettendo il giudizio sulla bontà dell'offerta al mercato.

¹⁶ E' quanto si è potuto notare di recente (luglio 2001), una volta che le regole sono state modificate dalla Consob per tenere conto delle pronunce del Tar e del Consiglio di Stato, in occasione del lancio di un'offerta pubblica di acquisto sulla Montedison da parte di Fiat ed Edf.

¹⁷ Trattasi del 51 per cento del Banco di Napoli Holding e del 7,5 per cento della Banca Nazionale del Lavoro.

¹⁸ All'accordo non sembra essere rimasta estranea la Banca d'Italia, presso la quale si svolsero varie riunioni dei soggetti interessati (si vedano al riguardo gli articoli richiamati in nota 7).

avrebbero tratto guadagno dallo scontro sul mercato tra i due contendenti. Ma è anche vero che l'istituto bancario ottenne il controllo del Banco di Napoli ad un prezzo di gran lunga minore di quanto avrebbe pagato se fosse andato allo scontro con la compagnia assicurativa triestina, poiché si sarebbe trovato costretto quantomeno a migliorare l'offerta fatta dalle Generali per l'assicurazione romana.

Ad ogni modo, l'accordo raggiunto con il San Paolo-Imi di gran lunga agevolò per le Generali la buona riuscita dell'offerta di acquisto. Lascia perplessi come l'accordo si possa coniugare con le norme in tema di trasparenza e correttezza sancite dal regolamento Consob¹⁹. Infatti, una volta raggiunto l'accordo con l'istituto torinese, che rappresentava da solo quasi la metà dell'azionariato stabile di controllo della compagnia, non si vede come l'Ina avrebbe potuto deliberare delle manovre anti-scalata, per le quali è necessaria la deliberazione di un'assemblea con il voto favorevole di almeno il trenta per cento del capitale.

IL MIGLIORAMENTO DELL'OFFERTA

L'accordo con il San Paolo-Imi spianò la strada alle Generali per il buon esito dell'offerta pubblica di acquisto dell'Ina. Tuttavia, vi fu un considerevole miglioramento dell'offerta, principalmente attraverso la deliberazione da parte del Consiglio di Amministrazione dell'Ina della distribuzione di un acconto sul dividendo 1999 nella misura di 128 lire per azione, pari a complessivi 501 miliardi di lire. La manovra era stata concordata con le Generali stesse, come evidenzia la dichiarazione delle assicurazioni triestine circa il fatto che tale distribuzione non venisse considerata un'operazione in contrasto con l'offerta pubblica²⁰. Accanto al miglioramento

¹⁹ In particolare, l'art.42 1° comma del regolamento recita che "l'offerente e gli altri soggetti interessati si attengono a principi di correttezza e di parità di trattamento dei destinatari dell'offerta, compiono tempestivamente le attività e gli adempimenti connessi allo svolgimento dell'offerta, non eseguono operazioni sul mercato volte a influenzare le adesioni all'offerta e si astengono da comportamenti e da accordi diretti ad alterare situazioni rilevanti per i presupposti dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria.

²⁰ Si veda al riguardo il comunicato dell'emittente (lettera G) ai sensi dell'art.103 terzo comma del D.Lgs n.58/98 e dell'art.39 del Regolamento Consob n.11971 del 14 maggio 1999, che recita: *nel contesto dell'accordo raggiunto tra Assicurazioni Generali ed Ina (l'"Accordo"), i cui termini principali sono riportati al punto M del Documento di Offerta, nonché al successivo punto I. (c) del presente comunicato, il Consiglio di Amministrazione di INA ha deliberato, in data 5 novembre 1999, la distribuzione di un acconto sul dividendo relativo all'esercizio 1999 a favore degli azionisti di INA, per un importo unitario di Lire 128 per Azione, e così per circa complessive Lire 501.000.000.000, comprensivo anche della quota derivante dall'attribuzione ex art. 2357-ter del codice civile relativa alle azioni proprie in portafoglio. Come già comunicato, l'acconto sul dividendo verrà messo in pagamento dal 29 novembre 1999 (data stacco cedola 22 novembre p.v.), con assegnazione agli azionisti INA di un credito di imposta pieno. In*

di natura economica, consistente in un notevole anticipo del dividendo previsto per l'anno 1999, il miglioramento dell'offerta passò anche attraverso elementi non monetari, tanto a livello di piano industriale, con la previsione che Ina venisse a costituire il "centro di eccellenza" per il ramo vita del Gruppo Generali in Italia, a riprova dell'expertise della compagnia romana nel ramo vita, quanto a livello di corporate governance, con l'entrata del Presidente dell'Ina nel consiglio di amministrazione delle Generali²¹.

Ora, se è vero che l'accordo intervenuto tra Generali e San Paolo-Imi può creare qualche problema in relazione alla parità di trattamento richiesta in queste operazioni, è pur vero che l'acconto sul dividendo costituì un chiaro miglioramento dell'offerta, ad un prezzo di circa tre euro per azione, che si rivelò essere superiore sia al valore utilizzato per la scissione del Banco di

virtù dell'Accordo, le Assicurazioni Generali hanno dichiarato, ai fini delle condizioni di cui al punto E che precede, numeri 4 e 5, di non considerare la distribuzione dell'acconto sul dividendo a favore di azionisti di INA un'operazione in contrasto con l'Offerta o con il conseguimento dei relativi obiettivi e di accertarne gli effetti sotto il profilo patrimoniale e finanziario ai fini indicati nella condizione di cui al precedente punto E., numero 5.

²¹ A tal riguardo, il comunicato dell'emittente alla lettera I recita: "In base all'Accordo è stata affermata l'importanza fondamentale di INA nel piano di aggregazione del nuovo Gruppo Generali - INA ed è stato sottolineato come il progetto ponga, tra l'altro, sulla piena valorizzazione delle risorse manageriali esistenti nel Gruppo INA, anche attraverso un appropriato assetto di corporate governance. I termini dell'Accordo possono essere sintetizzati come segue:

a. in relazione al piano industriale, a seguito del trasferimento del ramo vita di Generali S.p.a., è previsto che l'INA diventi il "centro di eccellenza" per il ramo vita del Gruppo Generali in Italia, avendo responsabilità per lo sviluppo dei prodotti rami vita, dei prodotti previdenziali e dei fondi pensione oltre che della rete agenziale INA - Assitalia e dei prodotti vita destinati ai canali bancari.

In questo quadro vengono assicurati all'INA il consolidamento e lo sviluppo della sua presenza sul mercato per tali attività. E' inoltre previsto che nuove iniziative di gruppo verranno localizzate nel contesto territoriale romano;

b. per quanto riguarda la corporate governance, le Assicurazioni Generali hanno richiesto al Presidente dell'INA di entrare a far parte del Consiglio di Amministrazione delle Generali, a testimonianza del ruolo di INA all'interno del Gruppo Generali. Coerentemente con il piano industriale e la massimizzazione del valore del nuovo gruppo, è inoltre previsto che l'attuale Amministratore Delegato dell'INA avrà la responsabilità dello sviluppo del suddetto polo vita (INA - Generali) e parteciperà ad un comitato di coordinamento per la strategia in Italia del Gruppo insieme agli Amministratori Delegati della Capogruppo e all'Amministratore Delegato di Alleanza. Per quanto concerne l'INA, è previsto che siano confermate le posizioni dell'attuale vertice e che il Consiglio di Amministrazione dell'INA sia composto da persone di alto profilo e da rappresentanti dei massimi livelli della Capogruppo. Si segnala che le Assicurazioni Generali si sono riservate la facoltà di modificare o sopprimere il paragrafo 17.2 dello statuto sociale dell'INA (voto di lista per la nomina del Consiglio di Amministrazione);

c. è previsto che la distribuzione dell'acconto sul dividendo pari a Lire 128 per Azione per circa complessive Lire 501.000.000.000 in favore degli azionisti INA non comporterà una rettifica delle condizioni economiche dell'Offerta e non verrà considerata dalle Assicurazioni Generali come un'operazione in contrasto con gli obiettivi dell'Offerta medesima.

Tale circostanza determina oggettivamente un corrispondente miglioramento delle aspettative economiche degli attuali azionisti INA.

Napoli a favore del San Paolo-Imi sia a quello relativo alla fusione per incorporazione dell'Ina nelle Generali²²²³.

LE STOCK OPTION E I COMPENSI

E' utile sottolineare che in pendenza dell'offerta, successivamente all'accordo intervenuto tra il San Paolo-Imi e le Generali ma prima che vi fosse l'accordo finale tra le Generali e l'Ina che dette il via libera all'operazione, il consiglio di amministrazione della compagnia assicurativa romana deliberò ben due aumenti di capitale per stock option, a vantaggio rispettivamente degli amministratori e dei dirigenti della compagnia. Come si legge infatti a pagina 29 della Relazione sulla Gestione del Bilancio Consolidato del Gruppo Ina al 31 dicembre 1999, *"il Consiglio di Amministrazione del 15 ottobre 1999 ha deliberato il secondo ciclo annuale di assegnazione di opzioni per l'acquisto di complessive n. 1.524.970 azioni INA S.p.A. avvenuta in data 29 ottobre 1999. L'operazione rientra nel piano di stock option riservato al Presidente e agli Amministratori Delegati deliberato dall'Assemblea straordinaria degli azionisti del 29 luglio 1998. Sempre su delega dell'Assemblea sopracitata, il Consiglio di Amministrazione del 27 ottobre 1999 ha deliberato la seconda tranche di aumento del capitale sociale di nominali lire 1.493.000.000 al servizio del secondo ciclo annuale del piano di assegnazione delle azioni, riservato a cinquanta Dirigenti delle Società del Gruppo Ina. Tale aumento, avvenuto tramite utilizzo, per pari importo, della Riserva disponibile, è stato interamente sottoscritto dai Dirigenti beneficiari. I titoli emessi sono gravati da un vincolo di indisponibilità triennale. A seguito dell'OPAS delle Assicurazioni Generali S.p.A., il Consiglio di Amministrazione, avvalendosi della facoltà ad esso attribuita dall'Assemblea Straordinaria degli Azionisti del 28 gennaio 2000, ha deliberato di mettere a disposizione dei Dirigenti, che avessero esercitato la facoltà – concessa dal medesimo Consiglio – di aderire alla suddetta operazione, la parte in contanti del corrispettivo per l'adesione all'OPAS, confermando il vincolo di indisponibilità triennale sulla parte di detto corrispettivo rappresentato da azioni"*. L'aumento del capitale con

²² In ogni caso, nella vicenda Ina-Generali vi fu offerta pubblica di acquisto, e venne anche migliorata, con vantaggi per il mercato in generale; il che, in un contesto nel quale il fenomeno del controllo a cascata non sempre impone il lancio delle offerte, non è poi elemento trascurabile.

²³ Il prezzo dell'OPA sull'INA di settembre 1999 fu di 3,04 euro per azione; nell'ottobre 2000, al momento di varare la scissione parziale dell'Ina per cedere la quota del Banco di Napoli, fu compiuta una nuova valutazione dell'istituto assicurativo romano ed il valore adottato per la transazione con il San Paolo-Imi fu pari a 2,47 euro; infine, il valore implicito fissato dalle perizie per l'incorporazione deliberata a luglio 2001 è stato pari a 2,50 euro.

stock option ai Dirigenti venne avallato successivamente dalle Generali in sede di accordo, come si evince dalla lettura del Comunicato dell'emittente²⁴.

Venendo ai compensi dell'operazione, è utile sottolineare che il Presidente del Consiglio di Amministrazione e l'Amministratore Delegato dell'Ina ricevettero dei compensi specifici per la resistenza all'Opa, quantificabili rispettivamente in 4,6 miliardi e 14,4 miliardi²⁵. Ciò si evince altresì dalla lettura, a pagina 87, della Nota Integrativa del Bilancio consolidato del Gruppo Ina al 31 dicembre 1999, laddove si riporta che *“La voce altri oneri straordinari e vari include l'importo complessivo dei costi sostenuti dalla Capogruppo INA per le varie attività intraprese durante l'OPAS delle Generali, pari a 114 miliardi di lire²⁶, relativo ad oneri per consulenze e compensi deliberati dal Consiglio di Amministrazione dell'INA S.p.A. del 15 ottobre 1999.”* D'altronde, leggendo a pagina 89 sempre della Nota Integrativa, si evince che i compensi del 1999, pari a circa 24 miliardi, erano invece pari a 5 miliardi nel 1998: la differenza consiste pertanto nel premio per la resistenza all'Opa, che di fatto in un lasso temporale di due mesi da ostile è divenuta amichevole.

Da ultimo, vale la pena considerare che se i costi vari per la resistenza furono pari a 114 miliardi, di cui 19 a vantaggio degli amministratori, residuano circa 95 miliardi di parcelle a consulenti a vario titolo. Va ricordato che all'epoca dell'operazione gli advisor per l'Ina furono la Goldman Sachs e il Credit Suisse First Boston. Quest'ultimo è l'investment bank del Credit Suisse, che all'epoca risultava uno degli azionisti costituenti il nucleo di riferimento dell'Ina. Questo aspetto merita di essere menzionato con riferimento ai principi della parità di trattamento e della correttezza e trasparenza, il cui scopo ultimo è quello di far sì che sempre di più i mercati e le società siano contendibili.

²⁴ Il quale recita (lettera M): *“Il Consiglio di Amministrazione di INA, in data 29 settembre 1999, ha approvato la relazione semestrale diffusa con apposito comunicato ai sensi della normativa vigente. Fermo quanto sopra si segnala che il Consiglio di Amministrazione dell'INA, nella riunione del 27 ottobre 1999, ha approvato (i) un aumento di capitale, in virtù della delega ex art. 2443 del codice civile conferita dall'Assemblea Straordinaria del 29 luglio 1998, attraverso l'emissione di n. 1.493.000 Azioni, valore nominale Lire 1.000 ciascuna, godimento regolare, ai sensi dell'art. 2349 del codice civile, al servizio di un piano di assegnazione riservato a 50 dirigenti INA e sue controllate; il predetto aumento di capitale sarà attuato una volta ottenuta l'omologazione delle relative delibere e le nuove azioni parteciperanno all'Offerta, secondo quanto previsto nel punto B.1 del Documento di Offerta; in tale ipotesi, i termini numerici delle Azioni oggetto dell'Offerta dovranno intendersi conseguentemente cambiati.....”*

²⁵ Si veda al riguardo l'articolo *“E vissero premiati e contenti”*, in *Il Mondo*, 27 ottobre 2000.

²⁶ E' da notare che il totale della voce in esame è pari a circa 119 miliardi, contro circa 41 miliardi del 1998, con un incremento quasi del duecento per cento.