

L'OPAS tra disciplina e prassi: i casi Poste – TIM e BPER – Sondrio

Il paper analizza l'offerta pubblica di acquisto e scambio (OPAS), illustrandone caratteristiche, classificazioni e disciplina prevista dal TUF. Approfondisce le offerte amichevoli e ostili, la passivity rule e le strategie difensive della società target, con particolare attenzione al “cavaliere bianco”. Il quadro teorico è applicato ai casi Poste Italiane–TIM e BPER–Banca Popolare di Sondrio, esaminando le dinamiche delle offerte e le implicazioni in termini di controllo, integrazione societaria e delisting.

Sommario

<i>Parte prima: L’offerta pubblica di acquisto e scambio</i>	<i>3</i>
1.1: Definizione e classificazioni	3
1.2: L’offerta obbligatoria successiva ad offerta volontaria	4
1.3: L’offerta preventiva parziale	5
1.4: L’offerta amichevole e l’offerta ostile	7
1.5: La passivity rule e le deroghe statutarie	8
1.6: Le possibili strategie difensive della società target	9
1.7: La strategia del cavaliere bianco	11
<i>Parte seconda: Case study Poste Italiane – Tim</i>	<i>13</i>
2.1: L’offerta iniziale e il progetto industriale	13
2.2: Il rilancio dell’offerta e la corsa alle adesioni	14
2.3: Cosa succede ora?	15
<i>Parte terza: Case study BPER – Banca Popolare di Sondrio</i>	<i>16</i>
3.1: Contesto generale ed obbiettivi dell’offerente	16
3.2: L’OPS iniziale e l’ostilità del CdA di BPS	17
3.3: Il piano “Our Way Forward” e le autorizzazioni	18
3.4: Da OPS ad OPAS ed i risultati finali	19
<i>Bibliografia</i>	<i>21</i>

Parte prima: L'offerta pubblica di acquisto e scambio

1.1: Definizione e classificazioni

L'Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio (OPAS) è un'operazione mediante la quale un soggetto si rivolge pubblicamente e a parità di condizioni, ai titolari degli strumenti finanziari di una società, proponendo di acquistarli in cambio di un corrispettivo misto, composto in parte da denaro e in parte da altri strumenti finanziari (generalmente azioni dell'offerente). L'OPAS si distingue perciò dalle simili OPA (Offerta Pubblica di Acquisto) ed OPS (Offerta Pubblica di Scambio), nelle quali il soggetto offerente si limita a corrispondere rispettivamente una quantità di denaro oppure di strumenti finanziari. Un'offerta pubblica, appartenente ad una delle tre categorie già citate, può essere volontaria (artt. 102 ss. TUF) oppure obbligatoria (artt. 106 ss. TUF). L'offerta è volontaria quando promossa per libera iniziativa dell'offerente, mentre è obbligatoria quando, a causa del ricorrere di alcuni presupposti, deve essere promossa per legge.

Nell'ambito di un'offerta volontaria, l'offerente decide se promuovere l'operazione e ne determina il corrispettivo e le ulteriori condizioni, nel rispetto della disciplina applicabile e del principio di parità di trattamento dei destinatari. L'offerta volontaria può inoltre essere classificata come totalitaria o parziale. La prima si rivolge a tutti gli azionisti della società target e permette loro di conferire la totalità dei titoli posseduti. L'offerta parziale, pur essendo rivolta indistintamente a tutti i possessori di titoli della stessa categoria, ha invece per oggetto soltanto un quantitativo massimo predeterminato degli stessi. Qualora le adesioni superino tale limite, i titoli vengono normalmente acquistati mediante un criterio proporzionale di riparto.

La distinzione fra offerta parziale e totalitaria assume significato soltanto nel contesto dell'offerta volontaria. Infatti, laddove l'offerta sia obbligatoria deve necessariamente essere totalitaria. Il caso più significativo di offerta obbligatoria è quello previsto dall'art. 106 TUF che impone la presentazione di un'offerta pubblica a chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al trenta per cento, oppure a disporre di diritti di voto superiori alla stessa soglia. La ratio alla base della citata disposizione rientra in una logica di protezione degli azionisti di minoranza: il legislatore, nel momento in cui qualcuno acquisisce una partecipazione così rilevante, vuole che tutti gli altri soci abbiano la possibilità di vendere integralmente i propri titoli.

1.2: L'offerta obbligatoria successiva ad offerta volontaria

L'offerta obbligatoria non è sempre un'alternativa a quella volontaria: in concreto queste due tipologie possono anche succedersi nel tempo. In particolare, può accadere che un soggetto promuova liberamente un'offerta volontaria e, attraverso le adesioni a quest'ultima, superi la soglia del trenta per cento prevista dall'art. 106 TUF. Quando ciò avviene, e l'offerente si trova dunque a detenere una partecipazione superiore al trenta per cento oppure a disporre di diritti di voto in misura superiore alla stessa soglia, sorge l'obbligo di promuovere una nuova offerta totalitaria, salvo che ricorra una causa di esenzione. Peraltro, l'offerente non può liberamente stabilire il prezzo della seconda offerta: l'art. 106 TUF prevede che esso non possa essere inferiore al prezzo più elevato pagato dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto nei sei mesi precedenti. Come già specificato, anche in questo caso particolare, l'obbligo nasce per tutelare gli azionisti di minoranza che, nel caso di una prima offerta volontaria parziale, potrebbero non aver avuto la possibilità di cedere interamente la loro partecipazione. L'offerta obbligatoria totalitaria successiva,

invece, garantisce loro una nuova possibilità di uscita integrale dopo un mutamento rilevante dell'assetto proprietario.

Ed è proprio dalla ratio alla base della seconda offerta totalitaria che si apprende la motivazione per cui l'obbligo di proporre una seconda offerta non sorge nel caso in cui la soglia del trenta per cento sia stata superata attraverso una prima offerta volontaria totalitaria (art. 106, comma 4, TUF). In questo caso la prima offerta è rivolta a tutti gli azionisti e permette a ciascuno di loro di vendere la totalità dei titoli posseduti. Dunque, in questa situazione, tutti gli azionisti hanno già ricevuto la possibilità di uscire integralmente, e sarebbe superfluo imporre una seconda offerta totalitaria. Questa esenzione opera anche laddove solo una parte degli azionisti aderisca alla prima offerta totalitaria: ciò che conta non è che tutti abbiano venduto, ma che tutti ne abbiano avuto la possibilità.

1.3: L'offerta preventiva parziale

Altra esenzione all'obbligo di proporre una seconda offerta totalitaria sussiste nel caso previsto dall'art. 107 TUF. Questa disposizione contempla l'ipotesi della "offerta preventiva parziale": un'offerta volontaria parziale con la quale l'offerente, prima di aver superato la soglia del trenta per cento, cerca di acquisire il controllo della società target ma senza impegnarsi ad acquistare tutti i titoli della società. L'effetto particolare di questa offerta è che anche nel momento in cui, grazie alle adesioni, l'offerente superi il trenta per cento di partecipazione, non è obbligato a promuovere la successiva offerta obbligatoria totalitaria. Affinché ciò possa avvenire devono però essere rispettate rigorosamente le condizioni previste dallo stesso art. 107 TUF. La prima condizione è che l'offerta abbia ad oggetto almeno il cinquanta per cento dei titoli di ciascuna categoria. Inoltre,

nei dodici mesi che precedono la comunicazione dell'offerta e durante l'offerta stessa, l'offerente e le persone che agiscono di concerto con esso non devono acquistare partecipazioni in misura superiore all'uno per cento. Questa seconda condizione è stata imposta per evitare che il soggetto offerente acquisti preventivamente una parte rilevante della società sul mercato (o mediante accordi privati) e completi l'acquisizione del controllo con una semplice offerta parziale, senza poi essere tenuto a proporre la seconda offerta obbligatoria totalitaria. In sostanza, l'offerta preventiva parziale deve costituire il reale strumento attraverso il quale viene acquistata la partecipazione rilevante, e non un ultimo passaggio formale di un'acquisizione già sostanzialmente realizzata. La terza condizione prevista dall'art. 107 TUF è l'approvazione degli azionisti indipendenti. L'offerta è infatti efficace soltanto se approvata da un numero di azionisti che possieda la maggioranza dei titoli. Sono però esclusi da questo conteggio i titoli già posseduti dall'offerente, quelli delle persone che agiscono di concerto e quelli del socio di maggioranza (anche se soltanto relativa) quando possieda più del dieci per cento. Approvare non significa aderire: con l'adesione l'azionista vende i propri titoli, mentre con la semplice approvazione esprime un giudizio favorevole sull'operazione, esentando l'offerente dalla successiva offerta obbligatoria. Infine, l'ultima e quarta condizione prevista dalla citata disposizione consiste nella verifica da parte della Consob dei presupposti dell'art. 107 TUF, autorità che ha il compito di accordare l'esenzione all'offerente.

Il terzo comma dell'art. 107 TUF prevede che l'esenzione non sia definitivamente consolidata al momento della chiusura dell'offerta. Infatti, nei sei mesi successivi, l'offerta obbligatoria può tornare ad essere dovuta. Ciò avviene innanzitutto laddove l'offerente (o le persone che agiscono di concerto) acquistino ulteriori partecipazioni in misura superiore all'uno per cento. Altro caso è quello in cui la società bersaglio deliberi una fusione o una scissione dalla quale consegua la revoca

della quotazione. Questa disciplina impedisce che l'offerente utilizzi l'offerta preventiva per ottenere l'esenzione e subito dopo completi l'acquisizione o realizzi il delisting con altre operazioni.

1.4: L'offerta amichevole e l'offerta ostile

Un'offerta pubblica (OPA, OPAS od OPS che sia) può essere distinta in base all'atteggiamento del Consiglio di Amministrazione della società target nei confronti dell'operazione. Infatti, l'offerta si dice "amichevole" quando il CdA è favorevole all'operazione e collabora con l'offerente. La collaborazione tra società ha spesso inizio prima della presentazione dell'offerta e normalmente si riscontrano in questo caso contatti e trattative; condivisione di informazioni; negoziazione delle condizioni dell'offerta e accordi relativi al progetto industriale, nonché alla futura governance. Quando ciò avviene, il CdA della società target valuta favorevolmente l'offerta, raccomandando ai propri azionisti di aderire. Ovviamente, ciò non significa che sia il CdA ad accettare definitivamente l'offerta: quest'ultimo può solo appoggiarla, sono gli azionisti a decidere individualmente se aderire cedendo i propri titoli.

Un'offerta si dice invece "ostile" quando viene promossa contro la volontà del CdA della società target. In questi casi, nonostante l'opposizione degli amministratori della società bersaglio, l'offerente si rivolge direttamente agli azionisti e cerca di ottenere da loro una partecipazione sufficiente ad ottenere il controllo. Motivi ricorrenti per cui il CdA può opporsi ad un'offerta includono il ritenere che il prezzo sia insufficiente o che il progetto industriale sia debole. Gli amministratori della società bersaglio potrebbero anche considerare il livello di indebitamento

dell'operazione eccessivo oppure che l'offerente voglia dismettere attività strategiche od altresì danneggiare gli interessi dell'impresa.

1.5: La passivity rule e le deroghe statutarie

Gli amministratori della società target potrebbero esprimere un parere negativo sull'operazione per mere ragioni opportunistiche di poltronismo, e non per una reale preoccupazione circa gli interessi societari. Infatti, è verosimile che l'offerente, una volta conclusa l'offerta ed acquisito il controllo della società target, decida di mutare la struttura del Consiglio di Amministrazione. Per questa ragione la legge limita la possibilità di adottare unilateralmente misure difensive da parte della società target. Più in particolare, l'art. 104 TUF impone la "passivity rule", ovvero il divieto per la società bersaglio di compiere atti o operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o straordinaria. Quest'obbligo di astensione opera dalla comunicazione dell'offerta fino alla sua decadenza. Tuttavia, l'autorizzazione assembleare è richiesta anche per dare esecuzione a decisioni adottate prima dell'offerta, che non rientrino nel normale corso dell'attività, e che possano concretamente ostacolare il conseguimento degli obiettivi dell'operazione. Quest'ultima disposizione serve ad evitare che il CdA eluda la regola sostenendo di aver deliberato una misura prima dell'annuncio dell'offerta quando il suo concreto obiettivo era in realtà quello di contrastarne gli effetti.

L'art. 104 comma 1-ter TUF consente agli statuti delle società quotate di derogare, totalmente o parzialmente, alla passivity rule. Se lo statuto contiene una simile deroga il CdA della società target dispone di maggiore libertà nell'adottare misure difensive. Dunque, con passivity rule pienamente applicabile è necessaria l'autorizzazione assembleare per le misure che contrastano l'offerta;

mentre, in caso di deroga statutaria, tale autorizzazione può non occorrere. In ogni caso gli amministratori rimangono responsabili dei danni arrecati alla propria società e devono agire nell'interesse di quest'ultima seguendo i doveri di correttezza e diligenza.

1.6: Le possibili strategie difensive della società target

Come può il CdA della società target concretamente difendersi da un'offerta ostile? Esistono numerose tecniche difensive che, a seconda della situazione (e dunque della effettiva presenza di deroghe statutarie), possono richiedere o meno l'autorizzazione assembleare. Le prime strategie possibili sono quelle di carattere informativo che, non modificando direttamente il patrimonio o la struttura societaria, sono meno invasive. Innanzitutto, al CdA è consentito valutare negativamente l'offerta sostenendo per esempio l'insufficienza del corrispettivo oppure la poca credibilità del piano industriale dell'offerente, nonché la presenza di rischi finanziari o industriali eccessivi derivanti dall'operazione. Ovviamente un parere di questo tipo ha come obiettivo quello di disincentivare l'adesione degli azionisti. Altrimenti lo stesso Consiglio di Amministrazione può anche proporre un piano industriale alternativo, dimostrando che il valore della società, se mantenuta indipendente, sarebbe superiore al corrispettivo offerto.

Il CdA della società target, anche se inizialmente contrario all'offerta può scegliere di negoziare con l'offerente mirando ad un aumento del prezzo o la rimozione di condizioni particolarmente gravose. Un'offerta può così trasformarsi da ostile in amichevole. Contrariamente invece lo stesso Consiglio di Amministrazione può adottare iniziative legali, segnalando per esempio la violazione della disciplina OPA, carenze informative oppure problemi legati all'antitrust. Ovviamente la società bersaglio deve astenersi da utilizzare contestazioni infondate come mero strumento

dilatorio, con l'unico obiettivo cioè di sospendere l'offerta od allungarne insensatamente le tempistiche.

Vi sono poi una serie di strategie difensive che però, incidendo maggiormente sul patrimonio e sulla struttura della società, se capaci di ostacolare l'offerta, rientrano normalmente nella passivity rule e di conseguenza, a meno di importanti deroghe statutarie, devono essere autorizzate dall'assemblea. La prima misura in questo contesto è quella che prevede un aumento del capitale difensivo emettendo nuove azioni ed eventualmente collocandole presso soggetti considerati amichevoli. L'effetto ottenuto è quello di diluire la partecipazione dell'offerente che, per raggiungere la stessa percentuale, dovrà acquistare un numero maggiore di titoli. La società target potrebbe anche scegliere di acquistare titoli propri ("buyback") riducendo il flottante disponibile per l'offerente ed innalzando il prezzo di mercato. Un'altra strategia possibile è la "crown jewel defense": la società target decide di vendere i propri asset più importanti e redditizi (i "gioielli della corona") per rendersi meno appetibile. Ovviamente quest'ultima strategia è rischiosa perché può far fallire l'offerta ma anche impoverire notevolmente la società e danneggiare gli azionisti. Altrimenti, sempre con l'obiettivo di contrastare l'offerta, la società bersaglio potrebbe assumere nuovo debito, acquistare altre società oppure optare per un'altra operazione (come la fusione con una società terza). Tutte queste misure cambierebbero il profilo economico della società bersaglio, potenzialmente rendendo l'operazione più costosa o aumentando il rischio finanziario dell'offerente. Esiste poi la teorica possibilità della "pac-man defense" che prevede un'inversione di ruoli. In questo caso la società target tenta di acquisire l'offerente ricercando l'effetto di costringere quest'ultimo a difendersi e condurlo così a una trattativa. Quest'ultima strategia però

è perlopiù teorica perché riscontra limiti nel diritto italiano ed in ogni caso richiede la disposizione di notevoli risorse finanziarie da parte della società target nonché una sua adeguata dimensione.

1.7: La strategia del cavaliere bianco

Dopo aver elencato nel paragrafo precedente alcune delle numerose possibili soluzioni adottabili dalla società target in caso di offerta ostile, ci si vuole ora soffermare su una strategia difensiva in particolare: quella del cavaliere bianco (“white knight defense”). Il cavaliere bianco è un terzo soggetto, ritenuto preferibile dal CdA della società bersaglio rispetto all’offerente, disposto a presentare un’offerta concorrente rispetto a quella ostile. La prima ragione per cui il CdA della società target potrebbe voler ricercare un nuovo offerente è quella di aumentare la propria forza contrattuale. Infatti, dopo aver valutato l’offerta del cavaliere bianco, l’offerente ostile potrebbe decidere di migliorare le proprie condizioni con l’obiettivo di non dover rinunciare all’operazione. La mera ricerca di altre offerte, secondo la disciplina dell’art. 104 TUF, non viola la passivity rule, e dunque non richiede l’autorizzazione assembleare. La ragione è che la presenza di un nuovo offerente non elimina la possibilità per gli azionisti di vendere i propri titoli ma, al contrario, amplia le loro alternative. Ancora più generalmente si può dunque sostenere che la strategia del cavaliere bianco non è altro che una difesa coerente con il principio della sovranità dell’assemblea.

Ovviamente, il Consiglio di Amministrazione può cercare e favorire un’alternativa ma non può decidere quale offerente debba vincere né avvantaggiare indebitamente il cavaliere bianco. Così non può obbligare i propri azionisti a aderire all’offerta di quest’ultimo o attribuire a lui direttamente il controllo senza rispettare le regole societarie. Inoltre, non può neanche comunicare al nuovo offerente informazioni privilegiate o concedergli vantaggi indebiti rispetto al primo.

I vantaggi inerenti all'adozione di questa strategia difensiva includono l'aumentare delle alternative per gli azionisti e la possibilità di vedersi offrire un piano industriale migliore. Inoltre, cercando un cavaliere bianco si evitano strategie che distruggono valore societario e si aumenta la forza contrattuale della società target. Si deve però anche citare il rischio che il CdA preferisca il nuovo offerente perché concede maggiori garanzie personali agli amministratori (come la loro permanenza). Inoltre, lo svantaggio rispetto alle altre strategie difensive è che la società bersaglio perde comunque la propria indipendenza.

Parte seconda: Case study Poste Italiane – Tim

2.1: L'offerta iniziale e il progetto industriale

L'11 settembre 2026 si è concluso il primo periodo di adesione all'OPAS di Poste Italiane su TIM, lanciata all'inizio dello stesso anno. Se i risultati saranno confermati a breve, ed in seguito al pagamento del corrispettivo che avverrà in data 18 settembre, Poste verrà a detenere il 66,627% del capitale sociale di TIM. Questo risultato è leggermente al di sotto dei due terzi del capitale sociale, quota che una volta raggiunta permetterebbe al gruppo guidato da Matteo Del Fante di controllare le assemblee straordinarie.

L'interesse di Poste Italiane nei confronti della società di telecomunicazioni è da far risalire al 2025: dall'inizio dell'anno scorso, infatti, il gruppo Poste ha costruito progressivamente la sua partecipazione in TIM. Ma la vera svolta arriva il 22 marzo 2026, quando Poste Italiane si trasforma da azionista ad offerente. In questa data viene annunciata l'OPAS volontaria e totalitaria, con l'obiettivo dichiarato di acquisire l'intero capitale e conseguire il delisting. Dopo il raggruppamento delle azioni TIM (nel rapporto 1:10), avvenuto il 15 giugno 2026, il corrispettivo promesso da Poste per gli azionisti aderenti alla prima offerta prevedeva 0,218 azioni Poste di nuova emissione e 1,67 euro in contanti per ogni azione TIM. È importante citare che Poste possedeva già prima dell'offerta il 20,1% del capitale sociale di Telecom e tuttavia, essendo l'OPAS volontaria e totalitaria, il superamento della soglia del 30% dei titoli per effetto delle adesioni non avrebbe in nessun caso comportato una successiva offerta obbligatoria. Nel documento d'offerta originale era stata inserita anche una condizione (c.d. "condizione soglia") che subordinava l'efficacia dell'OPAS al raggiungimento da parte di Poste Italiane di una partecipazione superiore ai due terzi (66,67%).

Il progetto di Poste Italiane, dichiarato fin dall'inizio, è quello di creare una "Platform Company" integrata: un colosso da 150mila dipendenti in grado di vendere un'ampia gamma di prodotti e servizi, dalle assicurazioni all'energia e alla telefonia. Le sinergie stimate da Poste ammontano a circa 700 milioni di euro annui ante imposte. L'offerta può sicuramente essere qualificata come amichevole considerando che il CdA di TIM ha approvato all'unanimità il comunicato dell'emittente, esprimendo una valutazione positiva sul progetto industriale e giudicando il corrispettivo finanziario congruo.

2.2: Il rilancio dell'offerta e la corsa alle adesioni

Il 7 settembre 2026, a pochi giorni dalla chiusura del primo periodo di adesione, Poste rilancia l'offerta. Sono in particolare aggiunti 0,30 euro alla parte in contanti, portando definitivamente il corrispettivo per ogni azione TIM a 1,97 euro più 0,218 azioni Poste. Lo stesso giorno, l'offerente rinuncia alla condizione soglia che subordinava l'efficacia dell'offerta al superamento del 66,67%. Questo aspetto è di particolare rilevanza perché significa che il gruppo guidato dall'Amministratore Del Fante, ferme le altre condizioni di efficacia, si impegna ad acquistare tutte le azioni portate in adesione anche se la partecipazione finale si assesti al di sotto di tale livello. Viene anche indetto un nuovo periodo di riapertura dei termini dal 21 al 25 settembre. Dato interessante è quello che testimonia una "corsa finale" alle adesioni, contrapposta ad un inizio un po' faticoso: la maggior parte dei titoli sono stati portati in adesione dopo il rilancio del 7 settembre e, in particolare, l'ultima giornata (11 settembre) ha visto cedere 636 milioni di azioni.

2.3: Cosa succede ora?

Come già detto, se saranno confermati i dati, il risultato ottenuto dopo l'11 settembre si pone leggermente al di sotto dei due terzi del capitale sociale di TIM. Il raggiungimento dell'attuale 66,627% permette a Poste di avere una posizione di controllo estremamente solida nelle assemblee ordinarie. Per raggiungere la quota dei due terzi auspicata inizialmente, servirebbe l'adesione di circa altre 900mila azioni: sforzo modesto, che probabilmente avrà luogo durante la riapertura già prevista dell'offerta tra il 21 ed il 25 settembre. TIM non verrà ancora delistata: affinché ciò avvenga Poste dovrà raccogliere durante la riapertura circa 499 milioni unità di ulteriori azioni, portando il suo controllo al 90% della società di telecomunicazioni, oppure eseguire successive operazioni societarie. Ecco che dunque, ad oggi, il controllo appare sostanzialmente acquisito, mentre il delisting rimane un'incognita aperta.

Si prospettano dunque diversi scenari futuri. Se dopo la riapertura Poste Italiane deterrà una partecipazione finale inferiore al 90%, salvo future operazioni societarie, TIM resterà quotata seppur stabilmente controllata dal gruppo Poste. D'altro canto, se la partecipazione supererà il 90% il processo di delisting sarà avviato in forza dell'art. 111 TUF che conferisce all'offerente che supera tale soglia il diritto di acquistare i titoli residui. Laddove invece la partecipazione dell'offerente eguali o superi addirittura il 95% allora, visto il primo comma dell'art. 108 TUF, Poste Italiane avrà l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chiunque ne faccia richiesta. In quest'ultimo più difficile caso Poste ha dichiarato che opererebbe la procedura congiunta di adempimento dell'obbligo di acquisto ed esercizio del diritto di acquisto. È infine importante citare che Poste ha dichiarato di voler ottenere il delisting anche qualora non fosse raggiunto immediatamente, riservandosi di valutare future operazioni societarie ad oggi comunque ignote.

Parte terza: Case study BPER – Banca Popolare di Sondrio

3.1: Contesto generale ed obbiettivi dell'offerente

Altro recente caso da citare nel contesto delle offerte pubbliche è quello riguardante gli istituti bancari BPER e Banca Popolare di Sondrio. L'offerta nasce in questo caso come OPS volontaria totalitaria, presentando cioè un corrispettivo esclusivamente di tipo azionario. Con l'obiettivo di attirare più adesioni, dopo qualche mese, l'offerta viene trasformata in OPAS, con corrispettivo misto. L'offerta permette a BPER di ottenere il controllo della società target; tuttavia, il delisting di BPS avviene solo in un secondo momento grazie ad una fusione tra le due società.

Il principale obiettivo che BPER ricerca nel promuovere l'offerta è quello di aumentare le proprie dimensioni, nonché rafforzarsi soprattutto nelle regioni del Nord Italia, dove Banca Popolare di Sondrio gode di una presenza stabile da decenni. Banca Popolare di Sondrio, come BPER, si rivolge da sempre ad una clientela composta da famiglie e PMI. BPER vanta certamente una presenza nazionale più ampia, mentre BPS è maggiormente localizzata nelle aree produttive del Nord Italia. I due istituti condividono anche numerose “fabbriche prodotte” (per esempio Arca Fondi SGR o Alba Leasing), cioè società specializzate nella progettazione e gestione di determinati prodotti finanziari (assicurativi o creditizi), poi distribuiti alle banche. Ecco che dunque l'operazione, oltre ad avere una logica di tipo dimensionale, segue una logica industriale: BPER non acquista solo una rete di filiali ma anche una base di clientela, competenze territoriali e solidi rapporti con le imprese.

3.2: L'OPS iniziale e l'ostilità del CdA di BPS

Il 6 febbraio 2025 BPER annuncia un'Offerta Pubblica di Scambio (OPS) volontaria e totalitaria. L'offerta è promossa ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, TUF e si rivolge a tutte le azioni ordinarie di Banca Popolare di Sondrio. Il corrispettivo si compone inizialmente, trattandosi di una OPS, esclusivamente di azioni BPER: in particolare l'offerente concede 1,45 azioni BPER di nuova emissione per ogni azione BPS portata in adesione. L'efficacia dell'offerta è subordinata al conseguimento di una partecipazione superiore al 50%; tuttavia BPER si riserva il diritto di rinunciare a tale condizione purché ottenga comunque adesioni superiori al 35%. Infatti, vista la frammentazione dell'azionariato BPS, anche una quota maggiore di quest'ultima soglia permetterebbe di ottenere il controllo, anche se non di diritto, quantomeno di fatto.

L'offerente stima fin dall'inizio le sinergie complessive intorno ai 290 milioni di euro, con circa 190 milioni di sinergie di costo e 100 milioni di sinergie di ricavo, oltre a 400 milioni di euro di costi d'integrazione. Tra le cause principali che portano a sinergie di ricavo vi sono: cross-selling sulla clientela delle due banche; incremento delle vendite di prodotti di wealth management ed una maggiore specializzazione nei prodotti finanziari e di leasing.

Il CdA di BPS dichiara espressamente che l'operazione non è stata sollecitata, né preventivamente discussa o concordata; fornendo così elementi che permettono di qualificare l'offerta come ostile. Infatti, il Consiglio di Amministrazione riconosce la congruità dell'offerta sotto il profilo finanziario, non ritenendo però che valorizzi a pieno la società target (considerando anche le sue prospettive di crescita e le sinergie derivanti dall'operazione). Per questa ragione chiede un

significativo aumento del corrispettivo, senza però sconsigliare apertamente l'adesione ai propri azionisti.

Si deve sottolineare il ruolo che ricopre Unipol, principale azionista di entrambe le società, che, al momento dell'offerta, detiene circa il 20% di partecipazione in entrambi gli istituti bancari. Il 26 giugno 2025 Unipol decide di aderire all'offerta, dichiarando di condividerne il progetto industriale e strategico e dando così un appoggio di grandissima rilevanza per la buona riuscita dell'operazione.

3.3: Il piano “Our Way Forward” e le autorizzazioni

Il 12 marzo 2025 BPS presenta un nuovo piano industriale biennale (2025-2027), dal nome “Our Way Forward”, fondato sulla prosecuzione dell'attività come banca indipendente. Il piano prevede, tra le altre cose, circa 1,8 miliardi di euro di utile netto cumulato e circa 1,5 miliardi di euro di dividendi. Sicuramente il citato piano rappresenta l'alternativa “stand-alone” all'integrazione promossa da BPER. Bisogna però sottolineare come questa non sia una misura difensiva illegittima, in violazione della passivity rule: BPS aveva già annunciato prima dell'offerta l'intenzione di presentare un nuovo piano industriale. Tuttavia, la stessa passivity rule non permette di concludere nei tempi inizialmente stabiliti un progetto di “merchant acquiring” con Nexi. Infatti, in via generale, la passivity rule non impedisce al CdA di pubblicare un piano industriale e neanche di esprimere critiche all'offerta; può però limitare il compimento di operazioni straordinarie suscettibili di ostacolare l'offerta, salvo autorizzazione assembleare.

Essendo coinvolti due istituti bancari, per il completamento dell'operazione sono necessarie diverse autorizzazioni, oltre al consueto controllo della Consob. La prima autorizzazione arriva il 28 maggio 2025 da parte della BCE. L'AGCM individua invece possibili problemi concorrenziali nei mercati locali del credito alle famiglie produttrici ed alle piccole imprese; più in particolare nelle province di Varese, Como e Pavia. Per quest'ultima ragione l'Agenzia autorizza l'operazione ma a condizione che vengano cedute entro dieci mesi sei filiali (in particolare cinque appartenenti a BPER ed una appartenente a Sondrio). Il periodo di adesione viene stabilito, dopo l'approvazione del documento d'offerta da parte della Consob, tra il 16 giugno e l'11 luglio 2025, con possibile riapertura dei termini dal 21 al 25 luglio.

3.4: Da OPS ad OPAS ed i risultati finali

Il 3 luglio, a soli otto giorni dalla chiusura del periodo d'adesione, BPER rilancia, aumentando il corrispettivo ed aggiungendo in particolare 1 euro in contanti per ogni azione BPS (oltre alle già promesse 1,45 azioni BPER). Ecco che dunque l'operazione, inizialmente qualificabile come OPS, si trasforma in OPAS.

Alla chiusura dell'11 luglio BPER ottiene circa il 58,15% del capitale sociale di Sondrio; soddisfacendo così la condizione soglia del 50%. Durante la successiva riapertura dei termini vengono portate in adesione azioni per un ulteriore 22,20%. In totale BPER, considerando anche i titoli posseduti ante-offerta, si trova a detenere l'80,69% di BPS e dunque ha il controllo pieno della società. Inoltre, vista l'alta percentuale di partecipazione, l'offerente dispone di un numero di voti sufficiente ad approvare deliberazioni straordinarie. Non avendo però raggiunto il 90%, non sorge l'obbligo di acquisto ex art. 108, comma 2, TUF e, più in generale, non si realizzano

immediatamente i presupposti per il delisting di Sondrio che dunque rimane temporaneamente quotata.

Non avendo ottenuto il delisting della società target mediante l'OPS, BPER decide di perseguire questo obiettivo mediante una successiva fusione, che viene approvata dalle assemblee straordinarie il 12 marzo 2026. A seguito della fusione Banca Popolare di Sondrio si estingue, trasformando gli azionisti residui di BPS in azionisti BPER. Il concambio in questa fase prevede 1,45 azioni BPER di nuova emissione per ogni azione BPS posseduta dagli, non viene però concessa la componente in denaro che ha caratterizzato la seconda fase dell'offerta.

Bibliografia

Fonti parte prima:

- 1) Borsa Italiana, “Offerta pubblica di acquisto e scambio”
- 2) G. Veneziano – D. Minniti, “La riforma del TUF e le novità per i mercati dei capitali”
- 3) S.S. Luchena, “L’offerta pubblica di acquisto obbligatoria e la legge capitali: prime riflessioni”, *Il Nuovo Diritto delle Società*
- 4) M. Sagliocca, “Note in tema di regola di passività per operazioni dell’emittente in attuazione di decisioni antecedenti la promozione dell’OPA”, *Rivista del Diritto Commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*
- 5) F. Vella, “La nuova passivity rule nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio”, *Banca Impresa Società*

Fonti parte seconda:

- 1) Poste Italiane S.p.A., “Documento di offerta relativo all’offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria totalitaria sulle azioni ordinarie di Telecom S.p.A”, 19 luglio 2026
- 2) Poste Italiane S.p.A, “Incremento del corrispettivo dell’offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria totalitaria (...) e rinuncia alla condizione soglia”, 7 settembre 2026
- 3) Poste Italiane S.p.A, “Risultati provvisori dell’Offerta: Poste Italiane conclude il periodo di adesione (...) raggiungendo il 66,627% del capitale sociale di Telecom Italia”, 11 settembre 2026
- 4) La Repubblica, “Poste sale al 66,63% di Tim, sprint finale dell’Opas. Dal 21 settembre la finestra per i ritardatari”

Fonti parte terza:

- 1) BPER Banca, “Comunicazione ai sensi dell’art. 102 TUF – Offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria su Banca Popolare di Sondrio”
- 2) Banca Popolare di Sondrio, “Comunicato dell’emittente ai sensi dell’art. 103 TUF”
- 3) BPER Banca, “Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione sul progetto di fusione per incorporazione di Banca Popolare di Sondrio in BPER Banca”
- 4) The Wall Street Journal, “Italy’s Banca Popolare di Sondrio lifts payouts as rival BPER Banca circles”
- 5) Redazione ANSA, “Affondo di BPER su Sondrio, offerta da 4,3 miliardi”

Fonti normative:

- 1) D.lgs. 24 febbraio 1998, n.58 – TUF, in particolare artt. 101 bis – 112
- 2) Regolamento Consob n. 11971, 14 maggio 1999 – Regolamento Emittenti (nella versione vigente)
- 3) Direttiva 2004/25/CE
- 4) D.lgs. 27 marzo 2026, n.47