

NUOVE REGOLE SULL'OPA: UN PASSO INDIETRO

di Concetta Brescia Morra
30 ottobre 2008

Il Presidente della Consob ha invitato¹ il Governo a modificare la legge sull'OPA (offerta pubblica di acquisto) per consentire alle imprese quotate di difendersi meglio da possibili scalate ostili, rese piú¹ facili dalla diminuzione dei prezzi delle azioni, registrata nelle ultime settimane a causa dell'instabilit  finanziaria. Il Governo ha inserito la proposta all'ordine del giorno dei lavori sulle misure per fronteggiare la crisi. L'intervento dovrebbe riguardare la passivity rule, la regola che vieta agli amministratori delle societ  -bersaglio di porre in essere atti che possano contrastare il successo di un'offerta di acquisto, senza il consenso di una quota significativa degli azionisti.

Con un decreto si cancellerebbe una regola a tutela degli azionisti della societ  , stabilita nell'ambito del quadro normativo a protezione degli investitori disegnato dal testo unico della finanza del 1998, e presente nella gran parte degli ordinamenti europei. L'emergenza non pu ² essere il pretesto per qualsiasi cambiamento, specie se fa fare un passo indietro all'ordinamento finanziario.

Le regole sull'OPA e, in particolare, quelle sulle tecniche difensive, sono state oggetto di ampio dibattito al tempo dell'emanazione del t.u. della finanza nel 1998 e, pi ¹ recentemente, nel 2007 in occasione del recepimento della direttiva comunitaria. Con il primo intervento furono inseriti nell'ordinamento alcuni limiti alle tecniche difensive. Il limite pi ¹ importante consiste nella c.d. passivity rule, ossia un divieto per gli amministratori della societ  oggetto di una OPA di porre in essere, dopo il lancio dell'offerta, qualsiasi azione difensiva senza il consenso di una quota significativa degli azionisti (la delibera deve essere approvata dai soci che rappresentano almeno il 30 per cento del capitale). La scelta, mutuata dal sistema regolamentare inglese, si basa sull'idea che in pendenza di un'offerta pubblica di acquisto gli amministratori si trovano in una situazione di potenziale conflitto di interesse con gli azionisti. In caso di successo dell'offerta, infatti,   altamente probabile che il nuovo controllante sostituisca i precedenti amministratori con persone di propria fiducia; il cambio del controllo potrebbe apportare vantaggi agli azionisti-investitori, se la nuova gestione sar  pi ¹ efficiente e, quindi, conduca a un incremento di valore della societ  . Si tratta di una disposizione a protezione dell'interesse degli azionisti piccoli investitori. Un altro limite alle tecniche difensive rendeva inefficaci i vincoli derivanti da patti parasociali in caso di lancio di un'OPA.

Nel 2004, la direttiva comunitaria non   riuscita ad armonizzare le disposizioni in materia di misure difensive adottabili da parte delle societ  oggetto di offerta di acquisto a causa dei nazionalismi mostrati dai paesi con maggior peso nell'Unione (Germania e Francia in particolare). Il compromesso politico raggiunto in quella sede lascia liberi gli Stati di stabilire regole restrittive alle misure difensive:   previsto un modesto incentivo per favorire la contendibilit  delle imprese. Le societ  "virtuose" che inseriscono vincoli alle misure difensive, sia preventive, sia successive, al lancio dell'OPA, possono beneficiare di una "clausola di reciprocit  ": i limiti non si applicano se la societ  che promuove l'offerta non   soggetta a sua volta ai medesimi limiti alle azioni difensive. Le societ  che vogliono crescere, acquistando altre imprese, devono essere a loro volta contendibili. L'Italia, nel recepire la direttiva, ha scelto di conservare la passivity rule e di introdurre la regola c.d. della "neutralizzazione". Quest'ultima rende inefficaci i limiti ai trasferimenti dei titoli e i limiti al diritto di voto previsti in statuti o patti parasociali nell'assemblea che decide sulle misure difensive. Inoltre, questi limiti sono inefficaci anche nella prima assemblea successiva all'OPA per il rinnovo del management se l'offerente ha conquistato pi ¹ del 75% del capitale della societ  . L'applicazione vincolante delle regole di "neutralizzazione"   stata criticata; alcuni studi hanno dimostrato che pu ² avere effetti distorsivi sulle scelte di allocazione del controllo ex ante e, in particolare in Italia, potrebbe avere l'effetto di spingere maggiormente verso il modello dei gruppi piramidali, oggetto per altro verso di tante critiche e proposte di regolamentazione per disincentivarne l'utilizzo.

La decisione di cambiare quest'impianto regolamentare e, soprattutto, di abbandonare la passivity rule   stata assunta sull'onda delle iniziative varate per far fronte alla crisi finanziaria. Si tratterebbe, quindi, di una risposta straordinaria a una situazione eccezionale, al pari di quanto registrato in materia bancaria, dove per la tutela di interessi generali della collettivit  sono state assunte misure che in tempi normali sono vietate o quanto meno considerate non corrette, come gli aiuti di Stato². Non ci sembra che sussista un parallelismo che giustifichi il cambiamento delle regole sull'OPA. Sono diversi gli interessi in gioco. L'eliminazione dei vincoli alle tecniche difensive favorisce l'interesse alla conservazione dell'italianit  delle nostre grandi imprese; si tratta di un interesse che non   paragonabile al mantenimento della stabilit  finanziaria; esso pu ² apparire giustificato solo laddove si tratti di imprese che operano in settori di rilevanza strategica, ma non pu ² essere esteso alla generalit  delle societ  quotate. Inoltre, l'interesse che viene compresso per favorire l'italianit  delle imprese  , come ricordato, la protezione degli interessi dei piccoli azionisti a fronte di possibili abusi da parte degli amministratori e/o dell'azionista di controllo. Si pu ² discutere delle modalit  tecniche di attuazione di

questa regola, come ad esempio della percentuale delle azioni necessaria per approvare l'adozione di misure difensive, considerato che quella attuale pu² risultare elevata, ma non cancellarla senza un dibattito serio e approfondito sulla sua efficacia e sui suoi effetti. I progressi dell'ordinamento finanziario, faticosamente realizzati nel nostro Paese negli ultimi dieci anni, devono essere difesi.

Bisogna, infine, considerare il contesto europeo. Anche se la direttiva non ha condotto a regole uniformi in Europa, la passivity rule ³ adottata dalla gran parte dei paesi. Iniziative protezioniste di alcuni Stati rappresentano un passo indietro nella creazione di un mercato europeo, che non assicura un rafforzamento del sistema produttivo nazionale. 1) Audizione del Presidente della Consob, L. Cardia, La crisi finanziaria internazionale e i suoi riflessi sull'economia italiana, Senato della Repubblica 6^a Commissione Finanze e Tesoro, Roma 14 ottobre 2008.

2) Comunicazione della Commissione Europea, The application of State aid rules to measures taken in relation to financial institutions in the context of the current global financial crisis, Brussels 13/10/2008.

3) Commissione Europea, Report on the implementaion of the Directive on Takeover Bids, Brussels, 21/02/2007