

LA MODIFICA DELLA PASSIVITY RULE NELLA NORMATIVA SULLE OPA: UN'OCCASIONE RITROVATA?

di Nemo
09 gennaio 2009

La modifica della cosiddetta passivity rule, recentemente effettuata dal Governo attraverso il decreto legge c.d. anticrisi (n. 185/2008), ha eliminato l'obbligo di neutralità degli amministratori nel corso di un'Opa. I pochi commenti a questo importante cambiamento si sono finora concentrati prevalentemente sulla caratterizzazione politica di questa modifica, di cui è stata criticata la finalità protezionistica rispetto al rischio di scalate ostili da parte di soggetti esteri nei confronti di importanti società quotate italiane.

La prevalenza di questa chiave di lettura è dipesa dalle motivazioni addotte sia da chi per primo (il Presidente della Consob) ha pubblicamente proposto questa modifica, sia da chi (il Governo) le ha tradotte in intervento normativo. Entrambi hanno enfatizzato l'esigenza di "proteggere" le società quotate italiane dai rischi di scalate ostili provenienti dall'estero, rese più probabili dalla debolezza delle quotazioni derivante dalla crisi finanziaria.

In realtà questa chiave di lettura appare estremamente riduttiva e parzialmente non corretta.

Infatti, il rischio di scalate ostili nei confronti di società italiane, oggi come prima della crisi, estremamente contenuto per una pluralità di motivi strutturali e normativi.

Alla prevalenza di assetti proprietari particolarmente concentrati per la stragrande maggioranza delle società quotate, si accompagna la presenza di "sistemi di protezione" normativi e regolamentari a forte controllo politico (golden shares, autorizzazioni, concessioni, etc.) che può rappresentare un ostacolo significativo per operazioni di riallocazione del controllo non gradite per le società operanti nei servizi finanziari e delle public utilities.

Inoltre, nella normativa sulle Opa già presente la possibilità per le società italiane di derogare alla passivity rule, nel caso di scalate da parte di soggetti cui tale regola non si applica, in base al cosiddetto principio di reciprocità. Ciò significa che già prima della recente modifica "a difesa dell'italianità" le uniche scalate da parte di soggetti stranieri verso le quali il management non poteva adottare misure difensive erano quelle lanciate da società dei paesi europei nei quali, come in Italia, la passivity rule è imposta per legge. Tra i grandi paesi europei la passivity rule è imposta nel Regno Unito, in Spagna e in Francia (anche se in quest'ultimo Paese con caratteristiche che rendono quantomeno dubbia l'inapplicabilità del principio di reciprocità) ma non in Germania e Olanda. Inoltre, grazie alla reciprocità, la passivity rule non si applicherebbe comunque a tutte le scalate promosse da soggetti non europei, primi tra tutti i vari fondi sovrani e i cosiddetti alternative investors (hedge fund e private equity).

Data questa situazione, l'eliminazione dell'obbligatorietà della passivity rule sembra avere una conseguenza paradossale rispetto alle motivazioni annunciate: verrà infatti aumentata la capacità di difesa soprattutto nel caso di scalate da parte di altre società quotate italiane cui prima non poteva essere opposto il principio di reciprocità.

Una prima preoccupazione può quindi essere fugata: la modifica del Governo sulla passivity rule non cambia sostanzialmente il grado di apertura internazionale del mercato del controllo delle società quotate italiane. Questo resta sostanzialmente allineato allo standard "balcanizzato" che è il risultato della direttiva europea sulle Opa e in particolare dell'ampio ricorso alla clausola di reciprocità nel recepimento da parte dei principali Paesi europei.

In occasione del recepimento della direttiva, come oggi, si è invece persa l'occasione per riflettere approfonditamente sulla necessità di introdurre una regola quale la passivity rule, non tanto in funzione di fantomatici equilibri geopolitici degli assetti di controllo delle società quotate, quanto in considerazione dei suoi effetti sulla vita delle singole società coinvolte e sugli interessi degli investitori.

La scelta, appena un anno fa, di mantenere l'obbligatorietà della passivity rule, introdotta nell'ordinamento italiano con la legge Draghi del 1998, è stata sbrigativamente giustificata come una scelta di continuità rispetto a un'esperienza ritenuta positiva. In realtà l'unica occasione in cui l'applicazione della passivity rule ha avuto effetti significativi è stata quella della scalata Telecom, al cui management fu impedito di adottare misure di difesa dai vincoli di tale norma.

Fermo restando il giudizio di ognuno su quella specifica vicenda, il problema di fondo che evoca il tema della passivity rule è se debba essere una norma a stabilire quali sono i poteri del management nel corso di una scalata ostile o se questi debbano essere liberamente definiti dalle singole società, in base a specifiche previsioni statutarie conosciute preventivamente dagli investitori e dai potenziali scalatori.

Si tratta di una questione aperta sul piano teorico, cui non pu² essere data una risposta liquidatoria senza valutare attentamente la rilevanza degli effetti che l'impossibilit¹ di adottare misure di difesa da scalate ostili pu² avere sugli assetti proprietari (scoraggiando la diluizione della quota di controllo) e sui comportamenti dei manager (spingendo a politiche di breve periodo e di gonfiamento del valore dei titoli, oltre che a garantirsi adeguati "paracaduti d'oro").

Di fatto, non si pu² disconoscere il rischio che l'obbligatoriet¹ della passivity rule, proprio per il suo forte favore per lo scalatore, possa provocare comportamenti che tendono a chiudere preventivamente ogni spazio alla contendibilit¹, risultando anche qui paradossalmente in rafforzamento degli assetti di controllo esistenti. Non potrebbe ad esempio l'obbligatoriet¹ della passivity rule aver contribuito, almeno in parte, alla persistenza della scarsa apertura al mercato azionario delle societ¹ italiane, nonostante i notevoli cambiamenti normativi e strutturali degli ultimi dieci anni che avrebbero dovuto spingere in quella direzione? Qualche segnale a supporto di questa ipotesi viene fornito da una recente ricerca sull'evoluzione degli assetti proprietari delle societ¹ quotate a controllo familiare nei principali Paesi europei dal 1996 al 2006, che mostra come nei paesi dove questa forma di controllo era pi¹ radicata ci sia stata una maggiore diffusione della propriet¹ e una pi¹ frequente riallocazione del controllo laddove non era prevista la passivity rule (Germania) rispetto a dove questa norma era gi¹ adottata (Francia e, in misura pi¹ accentuata, Italia).

Sgomberato il campo dai timori che la modifica della passivity rule abbia sostanziali effetti protezionistici, gi¹ presenti in misura ben pi¹ robusta nei diversi poteri "speciali" dello Stato che possono pi¹ scoraggiare scalate straniere e nella norma sulla reciprocit¹, non appare del tutto giustificata quindi nemmeno la critica che solo l'obbligatoriet¹ della passivity rule garantisce un efficiente mercato del controllo.

Stupisce quindi che a sostegno dell'obbligatoriet¹ della passivity rule si schierino, senza se e senza ma, alcuni alfieri del libero mercato, e che su questa posizione si chiamino a supporto i numi tutelari del liberalismo. In realt¹, lasciare alle singole societ¹ la libert¹ di definire se e come applicare la passivity rule appare una scelta ragionevole, soprattutto nel contesto italiano dove la contendibilit¹, come il coraggio di don Abbondio, se non c'¹ "uno non se lo pu² dare".

Si dovrebbe invece discutere, e si spera che qualcuno approfitti del dibattito parlamentare sulla conversione del decreto, su quale debba essere il regime standard rispetto al quale far esercitare la libert¹ da parte delle societ¹: la non applicazione della passivity rule rispetto alla quale le societ¹ possono fare la scelta di opt-in, come dispone l'attuale versione del Governo, ovvero la sua applicazione, rispetto alla quale le societ¹ possono fare la scelta di opt-out, come sarebbe preferibile.

Secondo quest'ultimo sistema, in assenza di una esplicita scelta statutaria diversa da parte della societ¹, la passivity rule si applicherebbe di default.

Non si tratta di un aspetto formale: in un sistema di ampia libert¹ statutaria, l'individuazione del regime standard (la default statutory provision) pu² avere un ruolo importante nell'indirizzare il sistema verso una direzione, in questo caso verso la contendibilit¹, senza impedire alle societ¹ che vogliono adottare scelte diverse di farlo, spiegandone adeguatamente le ragioni e sostenendo i costi del cambiamento.

Ecco quindi che con un emendamento "tecnico" ma significativo, che sostituisca al sistema dell'opt-in quello dell'opt-out, la modifica normativa della passivity rule potrebbe ritrovare una razionalit¹ che, come la "virt¹" di saper scolpire ritrovata dallo squadratore di marmi grazie a Michelangelo, forse "non sapeva d'averla", essendo stata trainata da un'improbabile difesa di campioni nazionali mai realmente sotto assedio.

Con l'occasione si potrebbe eliminare del tutto l'applicazione del principio di reciprocit¹, facoltativo per la direttiva, che una volta venuta meno l'obbligatoriet¹ della passivity rule non ha pi¹ alcuna ragion d'essere, se mai qualche ragione ha avuto, e che soprattutto ¹ in aperta contraddizione con l'efficienza del mercato del controllo societario e con i legittimi diritti di tutela degli investitori. Questi ultimi, una volta scelto di investire in una societ¹ che ha adottato un determinato grado di apertura alla contendibilit¹, non possono vedere mutato questo assetto da un aspetto, il grado di contendibilit¹ dello scalatore, che non ha nessun effetto diretto sui loro interessi.

Lo stesso approccio, basato sulla definizione di un regime standard che valorizzi l'autonomia statutaria delle singole societ¹, potrebbe essere utilizzato anche per definire la soglia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti, che in Italia ¹ gi¹ sui livelli pi¹ bassi in Europa e nel mondo (2%, contro il 3% della maggior parte dei grandi paesi Europei e il 5% degli Stati Uniti). Anche su questo tema, dopo una indicazione del Presidente della Consob, sembrerebbe esserci un'iniziativa del Governo volta a ridurre la soglia di trasparenza all'1% (anche se per il solo 2009) sempre allo scopo di prevenire eventuali opa ostili sulle societ¹ quotate italiane. Ferma restando la perplessit¹ sulla effettivit¹ di tale rischio, e tralasciando qualunque considerazione sulla coerenza di politiche volte a prevenirlo con gli interessi di tutela degli investitori, si potrebbe cogliere anche su questa materia l'occasione dell'iniziativa governativa, probabilmente improvvida ma difficilmente arrestabile, per introdurre miglioramenti al sistema normativo italiano. Si potrebbe in particolare, prevedere che la soglia di comunicazione delle partecipazioni stabilita dalla legge - che con l'occasione potrebbe essere riallineata al 3% utilizzata dalla maggioranza dei Paesi europei - possa essere ridotta dalle singole societ¹ attraverso

un'apposita previsione statutaria (con un limite minimo ad esempio dell'1%). In tal modo, da un lato, il complesso del mercato italiano beneficerebbe del riallineamento alla media europea della soglia definita dal regime standard, riducendo i costi di compliance specifici per gli investimenti degli investitori istituzionali internazionali nelle società italiane; dall'altro, si consentirebbe alle società che volessero adottare una soglia di trasparenza più bassa di farlo, previa una delibera dell'assemblea straordinaria che richiede un ampio consenso degli azionisti, essendo prevista una maggioranza dei due terzi.

Portando alle estreme conseguenze questa impostazione e sempre nell'ottica di cercare di superare la riluttanza all'apertura delle società al capitale di rischio, non sembrerebbe poi così scandaloso estendere i margini di autonomia statutaria anche rispetto alla articolazione dei diritti di voto, che attualmente prevedono limiti qualitativi (vietando ad esempio le azioni a voto multiplo) e quantitativi (le azioni con voto diverso da quelle ordinarie non possono superare il 50% del capitale sociale). Tali limiti non sono previsti non solo in gran parte dei paesi dell'Europa continentale ma neanche nei paesi anglosassoni e non possono quindi essere ritenuti di per sé necessarie misure di salvaguardia di un mercato dei capitali efficiente e sviluppato. Anzi proprio laddove si vuole imporre un astratto e totale egualitarismo, come nella Fattoria degli Animali di Orwell, che di fatto alcuni diventano "più uguali degli altri" perché, come veniva autorevolmente teorizzato, spesso "le azioni si pesano e non si contano".