

## GLI INCENTIVI AD INGESSARE IL MERCATO

di Emilio Barucci, Concetta Brescia Morra  
17 aprile 2009

Tra le pieghe del "Decreto Incentivi" troviamo provvedimenti in tema di società quotate in borsa. Motivate dalla necessità di salvaguardare il sistema da manovre speculative, le misure in realtà vanno incontro alle esigenze degli azionisti di controllo delle società quotate, in particolare di quelli che le controllano con pochi denari, e interrompono un percorso virtuoso di ammodernamento delle regole del sistema finanziario e del capitalismo italiano.

Il Decreto Incentivi prevede tre misure: a) fino ad oggi gli azionisti in possesso di una quota tra il 30 e il 50% di una società quotata potevano acquisire un ulteriore 3% senza avere l'obbligo di lanciare una OPA su tutte le azioni, con il nuovo provvedimento il limite è alzato al 5%; b) la normativa italiana già si segnala per avere un livello di trasparenza sulle partecipazioni degli azionisti assai elevato: tutti gli azionisti sopra il 2% devono comunicare questa informazione alla Consob, da oggi la Consob può stabilire, in via temporanea, di abbassare la soglia all'1%; c) fino ad oggi le società (anche quelle non quotate) potevano acquisire fino ad 1/10 delle proprie azioni, da oggi tale limite passa ad 1/5. L'effetto difensivo del controllo della prima norma è evidente, anche se si deve riconoscere l'eccessiva onerosità delle attuali norme sull'OPA obbligatoria. Clamoroso è il caso della terza norma: il consolidamento del controllo avviene rastrellando le azioni presenti sul mercato con i soldi della società stessa. Queste valutazioni sono confermate dall'esperienza che ci mostra come l'innalzamento della quota di controllo e il riacquisto di azioni proprie sono proprio intraprese da società a rischio scalata e dalla performance deludente. Il secondo provvedimento ha una logica più sottile: l'abbassamento della soglia può sembrare un passo positivo nella direzione di rendere trasparente il controllo azionario in realtà obbliga chi vuole scalare la società a venire subito allo scoperto complicandone i piani.

I sostenitori di queste misure sostengono che sono necessarie per tutelare le imprese dagli attacchi speculativi in presenza di un mercato depresso. In realtà il problema sussiste in misura assai limitata nell'esperienza italiana e l'effetto sicuro è piuttosto quello di aiutare gli azionisti di controllo a consolidare il loro ruolo. Così facendo si corre il rischio di accentuare quelli che sono i veri problemi del capitalismo italiano: l'espropriazione degli azionisti di minoranza da parte di quelli di maggioranza e lo scarso dinamismo.

Il capitalismo italiano è da sempre caratterizzato da una scarsa mobilità negli assetti proprietari: imprese familiari che non crescono e che terminano al loro esperienza con quella del fondatore, limitata contendibilità del controllo delle società (pochi passaggi di controllo). Il Testo Unico della Finanza del 1998 ha proposto una regolamentazione del mercato azionario che mira a introdurre qualche elemento di contendibilità delle società quotate rendendo possibili le scalate comprese quelle ostili: quelle portate avanti senza l'accordo con gli azionisti di controllo. Si badi bene, la normativa le ha rese possibili, ma non siamo di fronte ad attacchi speculativi ostili che minano la stabilità della gestione delle nostre imprese: infatti, dal 1998 ad oggi le scalate ostili si contano sulle dita di una mano e la contendibilità del controllo è aumentata in misura limitata. Insomma la scalata ostile è più uno spauracchio che una realtà. Ma questo può bastare: secondo questa impostazione della regolamentazione una qualche forma di contendibilità (anche minacciata) fa bene all'economia in quanto favorisce il passaggio delle imprese dagli azionisti di controllo/managers incapaci ad altri potenzialmente in grado di portare un valore aggiunto. In presenza di questa minaccia i managers hanno l'incentivo a gestire bene l'azienda.

Dunque, contrariamente all'impostazione del Decreto Incentivi, una qualche dose di contendibilità del controllo rende più efficiente il sistema, in quanto permette il ricambio degli azionisti di controllo e del management dell'impresa. I nuovi provvedimenti fanno invece leva su un ingiustificato allarmismo e segnano un arretramento sostanziale nel processo di ammodernamento del sistema finanziario italiano, come era del resto già successo con la normativa sulla passivity rule: impediscono una corretta riallocazione del controllo delle società, favoriscono il controllo senza vincoli da parte degli azionisti di maggioranza a scapito di quelli di minoranza. Questo dato è davvero preoccupante ed ha con ricadute assai negative sulla competitività del paese: il risultato ultimo sarà l'ingessamento del mercato del controllo societario rendendo l'apparato

produttivo italiano assai poco dinamico e contribuirÃ a chiudere ancora di piÃ¹ il cerchio del capitalismo italiano.