



www.lavoce.info

## Finanza

# NON FERMATE QUELLE OPA

di [Sandro Brusco](#) e [Fausto Panunzi](#) 17.10.2008

*La crisi finanziaria ha fatto crollare il valore delle azioni di molte società quotate in borsa. E benché quelle scalabili siano in Italia davvero poche, si cercano strumenti per rendere più difficili le offerte pubbliche di acquisto. Per esempio, rimuovendo la passivity rule, la norma che impedisce al management della società bersaglio di intraprendere azioni per ostacolare il successo dell'Opa. Ma una limitazione simile non tutela i piccoli azionisti. A trarne beneficio sono in genere i gruppi manageriali oppure gli azionisti di controllo. Regole speciali per i fondi sovrani.*

La crisi finanziaria ha fatto crollare il **valore delle azioni** di molte società quotate in borsa. In Italia, questa situazione del mercato azionario ha destato l'allarme del presidente del Consiglio: teme che il controllo delle imprese italiane "strategiche" vada a investitori stranieri.

Questa affermazione è sorprendente perché, in realtà, l'Italia si caratterizza per un mercato per il controllo societario **ingessato**, in cui la contendibilità è ridotta. Ad esempio, in Eni ed Enel lo stato detiene una quota compresa tra il 30 e il 40 per cento e sono presenti tetti al possesso azionario di altri soci. In una situazione analoga si trova Finmeccanica. E anche le nostre banche non sono veramente scalabili. In un articolo del *Riformista* dal titolo "Opa ostili, la top ten del rischio" si scrive che tra le quaranta società S&P/Mib solo dieci sono possibili obiettivi di Opa ostile, salvo poi concludere che a guardare bene, come i piccoli indiani di Agatha Christie, di veramente scalabile non rimane (quasi) nessuno.

## SOLUZIONI FIRMATE CONSOB

Ma anche se i possibili bersagli sono pochi, è opportuno dare una valutazione degli strumenti che verrebbero usati per rendere più difficili le Opa. Nella [sua audizione al Parlamento](#) del 14 ottobre il presidente della Consob Lamberto Cardia ha suggerito due provvedimenti da adottare per via legislativa.

Il primo è di consentire alla Consob stessa di richiedere a chiunque informazioni, da comunicare al mercato, sull'azionariato delle società quotate al di sotto del limite di partecipazione stabilito per legge al **2 per cento**. In altre parole, oggi un investitore può acquistare fino al 2 per cento delle azioni di una società senza comunicarlo alla Consob e al mercato. Il presidente Cardia vorrebbe abbassare tale soglia. La norma rischia solo di incrementare i **costi amministrativi** imposti agli azionisti, senza però il beneficio di una maggiore trasparenza, dato che lo sviluppo di strumenti finanziari sempre più sofisticati ha di fatto reso possibile separare sempre di più il possesso dei [diritti di voto da quello delle azioni](#).



[www.lavoce.info](http://www.lavoce.info)

Il secondo provvedimento suggerito da Cardia riguarda la cosiddetta *passivity rule*, cioè la norma che impedisce al management della società bersaglio di un'Opa di intraprendere azioni volte a **ostacolare** il successo dell'Opa stessa. Quali sono queste misure di difesa? Per esempio, il management può decidere il pagamento di un dividendo straordinario immediato agli azionisti. In tal modo, si riduce il valore dell'impresa, rendendola meno appetibile a un eventuale acquirente. Oppure si può decidere un aumento di capitale, da far sottoscrivere a investitori "amici", in modo da rendere più costosa l'acquisizione del controllo. Ci sono molte misure di questo tipo che possono essere adottate per rendere difficile l'acquisizione del controllo.

Perché la normativa italiana, ma anche quella di molti membri della Unione Europea con l'eccezione di Germania, Olanda, Belgio, Lussemburgo, Danimarca e Polonia, prevede la *passivity rule*? Per il timore che il management della società bersaglio cerchi di sabotare il successo dell'Opa, per non perdere il proprio incarico, anche quando l'offerta sia nell'interesse degli azionisti stessi. È importante osservare che già adesso la normativa italiana non impedisce in modo assoluto alla società bersaglio di erigere difese contro un'Opa, ma ne subordina l'attuazione al consenso dell'**assemblea degli azionisti**. La norma stabilisce che *"salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane quotate i cui titoli sono oggetto dell'offerta si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta"*. Dunque, ad oggi, l'unico ostacolo che sta tra il management e la possibilità di attuare difese contro l'Opa è il consenso degli azionisti.

Sarebbe interessante conoscere quali sono le ragioni per le quali, secondo il presidente Cardia, tale ostacolo va rimosso e quali soluzioni egli propone per rimpiazzare la *passivity rule*. In generale, la contendibilità del controllo societario tende a far salire il valore delle azioni, dato che le Opa in genere vengono fatte a prezzi superiori a quello di mercato. Di converso, limitazioni alle Opa riducono la probabilità che nel futuro le azioni possano essere vendute ad acquirenti disposti a pagarle di più. Questo riduce la convenienza a comprare azioni oggi, e quindi ne **deprime il prezzo**. Questo fatto, si badi, è vero qualunque sia il prezzo corrente delle azioni. Se oggi i prezzi delle azioni sono "ingiustificatamente bassi", come sostengono alcuni, ciò non cambia il fatto che limitazioni alle Opa li abbasserebbero ulteriormente.

Quali **interessi** si cercano di tutelare dunque rendendo più difficili le Opa ostili? O, detto in altro modo: chi è o [potrebbe essere ostile all'Opa](#)? Di certo non i piccoli azionisti italiani. Tipicamente i gruppi che traggono beneficio da una limitazione delle Opa sono i gruppi manageriali, che eliminano la possibilità di essere licenziati dal nuovo acquirente. Oppure gli attuali investitori che detengono quote di controllo, che rischiano di perdere i benefici privati associati al controllo dell'impresa. Francamente, non ci paiono interessi la cui tutela sia prioritaria.

## E I FONDI SOVRANI?

Una parola infine sul "pericolo" dei fondi sovrani. Anche se fosse vero che, per ragioni geopolitiche, è opportuno restringere l'accesso dei fondi sovrani ai nostri mercati (noi, in verità, non lo sappiamo) allora l'intervento adatto è quello di **regolare direttamente** tale accesso. Si discutano i vantaggi e gli svantaggi di tale accesso, e se si conclude che gli svantaggi superano i vantaggi, si faccia una legge che dica esplicitamente che i fondi sovrani non possono acquisire il controllo di imprese quotate alla borsa italiana. Questo va fatto indipendentemente dal livello attuale dei prezzi azionari, che è



[www.lavoce.info](http://www.lavoce.info)

irrilevante, e indipendentemente dalle regole che si adottano per regolare le Opa. Rendere più difficili le Opa solo per rendere difficoltosa l'acquisizione del controllo da parte di fondi sovrani è una misura priva di senso.

**(1)** *Il Riformista*, 16 ottobre 2008.