

Ma non e' una rivoluzione

di Federico Maria Mucciarelli

Il consiglio dei ministri ha varato il decreto legislativo che attua la molto criticata direttiva europea sulle offerte pubbliche d'acquisto. La nuova norma è meno dannosa di quanto appare. Delle due regole anti-difese contenute nella direttiva, la passivity rule era prevista dal Testo unico della finanza. La regola di neutralizzazione è invece una novità, ma meno rilevante di quanto si pensi. Anche l'Opa obbligatoria era già presente nel diritto italiano. E quelle lanciate nell'ultimo anno allineano il prezzo a quello massimo pagato dall'offerente.

Il consiglio dei ministri ha appena varato il decreto legislativo che attua la direttiva sulle offerte pubbliche d'acquisto, a più di un anno dalla scadenza del termine. (1)

La direttiva è stata emanata dopo una lunga diatriba durata quasi due decenni e il testo definitivo è stato aspramente criticato, tanto che persino i sostenitori ne sottolineano il carattere di necessario e sofferto compromesso tra posizioni diverse e altrimenti inconciliabili. (2)

Le norme anti-difese

Oggetto delle critiche sono soprattutto le norme "anti-difese", che la direttiva ha introdotto, rendendole tuttavia semplicemente opzionali: i paesi membri potevano non attuarle, nel qual caso, però, dovevano consentire alle loro società di adottare in statuto le regole anti-difesa. Ma anche altre norme contenute nella direttiva suscitano dubbi e perplessità: ad esempio, la nuova Opa obbligatoria, che secondo molti finirà coll'ingessare il mercato del controllo europeo.

Quale sarà l'impatto delle nuove norme sul sistema economico e finanziario italiano? Le novità potrebbero essere solo apparenti e non incidere realmente sulla situazione attuale.

La direttiva contiene due "norme anti-difese" indirizzate alla società bersaglio: la passivity rule e la regola di neutralizzazione.

La prima, già presente nel Testo unico della finanza, vieta le misure difensive realizzate successivamente al lancio di un'Opa, salvo autorizzazione dell'assemblea. Qui, quindi, il decreto non introduce novità di rilievo.

La regola di neutralizzazione, invece, rappresenta apparentemente una novità per il diritto italiano. Rende inefficaci le difese "preventive" sia durante l'Opa nei confronti dell'offerente, sia in seguito a essa quando l'offerente riesce ad acquistare il 75 per cento del capitale della società bersaglio. Esempi di difese preventive possono essere i massimali al diritto di voto, patti parasociali, clausole di prelazione o gradimento e azioni a voto multiplo.

La novità è meno rilevante di quanto sembra a prima vista. Il Tuf, infatti, già consente ai soci della società bersaglio di recedere dai patti parasociali che eventualmente li vincolano, rendendoli così inutili come baluardi contro future scalate. Inoltre, il diritto italiano vieta le principali difese preventive, ossia i massimali al voto, le clausole di prelazione e di gradimento e l'emissione di azioni a voto multiplo. (3)

Ma alcune società italiane prevedono vere difese preventive: le società privatizzate, i cui statuti generalmente pongono tetti alla partecipazione azionaria, e le banche popolari, che il principio del voto capitario protegge dal mercato. A queste società la nuova norma espressamente non si applica e ciò le toglie gran parte del suo possibile "mordente".

La reciprocità

Il legislatore italiano introduce la regola di reciprocità, sulla scia di quanto deciso da moltissimi altri paesi membri, per non lasciare le società italiane indifese nei confronti di imprese comunitarie che a loro volta non possono essere aggredite.

In pratica, quindi, una società italiana potrà difendersi se oggetto di un'Opa lanciata da imprese di paesi che non hanno attuato analoghe disposizioni anti-difese. Ma la reciprocità potrebbe essere opposta da

una società italiana anche a un'altra impresa italiana cui le norme anti-difese non si applicano, ossia nel caso in cui una società privatizzata o una banca popolare tentasse di scalare un'altra società.

L'Opa obbligatoria

Il principio generale dell'Opa obbligatoria era già presente nel diritto italiano: chiunque acquisti una quota pari al 30 per cento del capitale di una società quotata, deve poi lanciare un'Opa sulle restanti azioni (ossia sul 100 per cento del capitale).

È una regola che può proteggere gli azionisti di minoranza da mutamenti del controllo sgraditi, ma può rendere le scalate più costose, poiché al possibile acquirente non basta ottenere il controllo, ma deve essere in grado di acquistare l'intero capitale.

Per cogliere l'impatto dell'Opa obbligatoria sul sistema economico dobbiamo prestare attenzione a due fattori: i criteri per determinare il prezzo minimo di offerta e il numero delle azioni che devono esserne oggetto. Su entrambi i versanti il decreto segue una via nemica del mercato.

Sul prezzo minimo il discorso è semplice: più è alto, più le scalate sono costose. Il Tuf in origine aveva scelto una via pragmatica, fissando il prezzo minimo pari alla media aritmetica tra prezzo ponderato degli ultimi dodici mesi e prezzo massimo pagato nello stesso periodo per le stesse azioni. In definitiva e semplificando: un po' meno del prezzo massimo pagato per ottenere il controllo della società. La direttiva, e con lei il decreto d'attuazione, scelgono una strada diversa: l'Opa deve essere lanciata al prezzo più alto pagato per ottenere il controllo, a meno che l'autorità di vigilanza non conceda una deroga in situazioni speciali. (4)

Stesse considerazioni possono essere fatte riguardo ai titoli oggetto dell'Opa: prima del decreto l'Opa doveva rivolgersi solo alle azioni che attribuivano il diritto di voto in alcune materie fondamentali, come nomina, deroga e responsabilità degli amministratori, mentre ora deve essere rivolta a tutti i titolari di strumenti finanziari (comprese le azioni, ma non solo queste) con diritto di voto anche limitato.

Novità solo apparenti

La riforma rende le scalate più costose e ingessa il mercato del controllo? È reale questo pericolo? Ebbene, anche sotto quest'aspetto l'impatto del decreto potrebbe essere minore di quanto appare a prima vista. Se osserviamo le Opa obbligatorie lanciate nell'ultimo anno, notiamo che quasi tutte spontaneamente allineano il prezzo a quello massimo pagato dall'offerente per ottenere il controllo, più alto rispetto a quello che si sarebbe ricavato applicando il criterio di legge. La nuova norma, quindi, è forse meno dannosa di quanto appare.

(1) Direttiva 25/2004/Ce sulle offerte pubbliche d'acquisto ("Direttiva opa"). La scadenza era il 20 maggio 2006: art. 21 della Direttiva opa.

(2) Si veda Mucciarelli A che punto è l'Opa europea.

(3) Vedi rispettivamente l'art. 2351 c.c., l'art. 2.1.3 (2) (c) Regolamento Borsa Italiana e l'art. 2348 c.c.

(4) Art. 5 (3) Direttiva; Art. 106 (2) Tuf.