

## L'analisi

# IL CAPITALISMO ITALIANO, LE OPA E LA TUTELA DELLE MINORANZE

di **Giovanni Strampelli** e **Andrea Zoppini**

**Il mutamento negli assetti azionari delle quotate impone una riflessione sulle regole delle offerte pubbliche**

**G**li assetti proprietari delle società quotate italiane sono significativamente cambiati negli ultimi venti anni. A causa del crescente peso degli investitori istituzionali, in larga parte stranieri, che detengono complessivamente la maggioranza dei voti esercitati nell'assemblea di alcune delle maggiori società quotate italiane, è aumentato il numero (pari a 20 circa) delle società a proprietà dispersa che rappresentano oltre un quarto della capitalizzazione di mercato. Inoltre, si è espansa la percentuale di imprese pubbliche che rappresentano quasi il 40% della capitalizzazione della Borsa italiana.

In questo quadro di maggiore instabilità e contendibilità del controllo societario, appaiono cruciali le regole che disciplinano l'avvicendamento e il ricambio di coloro che scelgono gli amministratori. In termini teorici, a tutela di tutto il mercato, tali regole devono anzitutto fare in modo che il diritto a scegliere il management di una società quotata spetti a coloro che sono in grado di farlo nel modo più efficiente.

Questi obiettivi sono perseguiti dalla legge sulle offerte pubbliche di acquisto (Opa) che compie trent'anni e che mira specificamente a favorire la ripartizione dei benefici derivanti dal cambio del controllo a tutti gli azionisti. Quando l'acquisto del controllo di una società quotata richiede il superamento della soglia partecipativa oltre la quale scatta l'obbligo di Opa, l'acquirente deve offrire a tutti gli azionisti la possibilità di vendere le proprie azioni allo stesso prezzo pagato al precedente azionista di controllo, in modo che anche i soci di minoranza beneficino del premio di controllo. I dati raccolti dalla Consob mostrano, tuttavia, che quest'ultimo è

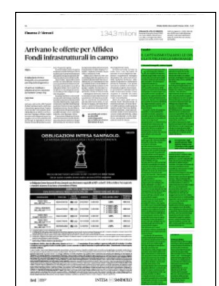
significativamente inferiore proprio nelle Opa obbligatorie, spesso effettuate "a sconto" rispetto al prezzo di mercato. È per certi versi paradossale che tale conseguenza derivi dalla c.d. best price rule in base alla quale il prezzo dell'Opa coincide con il prezzo più alto pagato dall'offerente per le azioni della società target nei dodici mesi precedenti l'offerta. Tale regola dovrebbe essere riconsiderata per trovare un più adeguato punto di equilibrio tra l'esigenza di tutela dei soci di minoranza e quella di non rendere il lancio dell'offerta eccessivamente oneroso. Era preferibile in tal senso la regola previgente in base alla quale il prezzo dell'Opa obbligatoria era pari alla media aritmetica del prezzo più alto pagato dall'offerente nei 12 mesi precedenti l'offerta e la media dei prezzi di mercato registrata nello stesso periodo.

Guardando all'esperienza italiana degli ultimi trent'anni, una prima considerazione è che le contese societarie si sono spesso giocate al di sotto della soglia dell'Opa obbligatoria mediante rilevanti operazioni di sollecitazione delle deleghe degli azionisti, sul modello delle proxy fight statunitensi. La delicatezza che tale prassi in tal modo assume impone di osservare che si tratta di una procedura che espone chi raccoglie le deleghe a potenziali conflitti di interesse e che necessariamente deve trovare una disciplina ulteriore. In taluni casi, infatti, in questo modo possono eludersi le disposizioni sulle Opa perché potrebbe occultare eventuali azioni di concerto tra azionisti o acquisti non consentiti. Problematico è inoltre il caso delle deleghe raccolte dalla società medesima tra i propri dipendenti o fornitori che siano anche azionisti. A tutela dei soci di minoranza e del mercato, il sistema dovrebbe, in termini generali, privilegiare il ricorso alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto.

Quest'ultima appare, tuttavia, in molti punti migliorabile. Un

primo obiettivo fondamentale cui la legge deve mirare è l'assoluta certezza. Come ha detto espressamente in un caso molto noto, che ci ha anche occupato personalmente, la corte europea di Lussemburgo in materia di correzione del prezzo dell'Opa obbligatoria da parte della Consob, è essenziale in questa disciplina la tutela dell'affidamento e che la parte offerente sia in condizione di conoscere ogni effetto dei propri comportamenti e delle scelte di mercato che compie. A tal fine è auspicabile, anzitutto, la procedimentalizzazione delle interlocuzioni preventive da parte dell'offerente con la Consob non solo per riconoscimento delle esenzioni dall'obbligo di offerta ma anche per eventuali quesiti relativi all'offerta.

Un altro elemento fondamentale è costituito dalla semplicità delle regole che si applicano. A questo riguardo alla legge Opa presenta significativi margini di miglioramento. Anzitutto, le norme sull'azione di concerto potrebbero essere semplificate eliminando l'attuale sistema di presunzioni e allineando la fattispecie rilevanti agli orientamenti espressi in materia dalle autorità di vigilanza europee. Alla semplicità della disciplina dell'Opa obbligatoria contribuirebbero, inoltre, la reintroduzione di un'unica soglia del 30%, con esenzione in presenza di un altro socio con partecipazione superiore, e l'eliminazione dell'Opa da maggioranza del voto. Infine, un ripensamento ci sembra debba riguardare anche la passivity rule. In linea con gli obiettivi in precedenza indicati, l'applicazione di tale regola va



resa maggiormente flessibile, entro i limiti posti dalla direttiva. La passivity rule dovrebbe essere prevista, salva facoltà di deroga statutaria, per le sole società strategiche soggette a golden power, così da favorire la loro capacità di difesa, mentre alle altre società andrebbe concessa una facoltà di opt-in.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## L'EVENTO

### Trent'anni di Opa

È questo il tema del convegno che si terrà a Roma venerdì 10 marzo a Palazzo Giustiniani. A promuoverlo il Centro di Ricerca Interdipartimentale sul Diritto Europeo della Banca e della Finanza "Paolo Ferro-Luzzi" - Grandangolo dell'Università degli Studi di Roma Tre, in collaborazione con il Dottorato di Ricerca in Diritto ed Economia della società digitale dell'Uninettuno e con il Dipartimento di Studi Giuridici dell'Università Bocconi. Ad aprire i lavori il presidente della Consob Paolo Savona e il direttore generale del Tesoro Alessandro Rivera.