

Pierre Di Toro

Scalata azionaria e OPA «europea»

Le contese per la conquista
del potere di governo nelle società quotate



Prefazione di
Innocenzo Cipolletta

Pierre Di Toro

INDICE

INCIPIT	IX
----------------------	-----------

<i>Elenco analitico delle aziende citate.....</i>	XI
---	-----------

PREFAZIONE di Innocenzo Cipolletta.....	XV
--	-----------

CAPITOLO I - ASSALTO AL CONTROLLO SOCIETARIO

1. CONTENDIBILITÀ DELLA «TARGET» E SCALATA AZIONARIA.....	1
2. RISERVATEZZA E DISCLOSURE DEL RASTRELLAMENTO.....	7
3. «CHIAMATA CONTESTUALE» DEI TITOLI: L’OFFERTA PUBBLICA D’ACQUISTO (OPA).....	12
4. GARANZIE DI “ESATTO ADEMPIMENTO” E «PRIMA» COMUNICAZIONE DEL RAIDER	14
5. TRASPARENZA E INFORMATIVA SULLE OPERAZIONI	18
6. DOCUMENTO D’OFFERTA («PROSPETTO INFORMATIVO»): VAGLIO, AUTHORITIES E PUBBLICAZIONE.....	19
7. GIUDIZIO DELLA SOCIETÀ «BERSAGLIO» E PARERI INDIPENDENTI	23
8. PERIODO D’ADESIONE	32
<i>Il caso: la conquista della Parmalat S.p.a. (2002-11)</i>	<i>34</i>

CAPITOLO II - «TSUNAMI» DEGLI ASSETTI PROPRIETARI

1. «SOGLIA CRITICA» E OPA «SUCCESSIVA»	
1.1. Presunzione del controllo di fatto	49
1.2. Livello della partecipazione e azioni proprie.....	54
2. «PREMIO DI MAGGIORANZA»	
2.1. Plusvalenza «anormale» e strategie di prezzo.....	55
2.2. Vincoli nel corrispettivo d’OPA «obbligatoria»	59
3. CORRETTEZZA E PARITÀ DI TRATTAMENTO	68

4. MODALITÀ DI PAGAMENTO NELL'ACQUISIZIONE DEL DOMINIO	70
<i>Il caso: la «guerra» per la Banca Antoniana Popolare Veneta S.p.a.</i>	
<i>(Antonveneta) (2002-2008)</i>	<i>79</i>

CAPITOLO III - VARIANTI D'ATTACCO E GUERRA DI CONQUISTA

1. MODIFICHE (OFFERTE «INCREMENTALI»), «CONTRO-OPA» E RILANCI	101
2. ACQUISTO CONDIZIONATO DI PARTECIPAZIONI	105
3. PRESA CONCERTATA DEL POTERE E OFFERTA SOLIDALE	
3.1. Variazione della quota congiunta	109
3.2. Accordi multilaterali «a raggiera» con <i>pivot</i> fisso centrale	124
3.3. Permutazioni interne alle cordate azionarie	132
3.4. Redistribuzione concertata e frazionata dell'individuale partecipazione di controllo	145
4. ACQUISIZIONE INDIRETTA DI UN'INFLUENZA DOMINANTE	
4.1. Controllo «a cascata»	148
4.2. Interposizione della controllata	152
5. CONQUISTE «ANOMALE» DEL CONTROLLO IN ESENZIONE D'OPA	
5.1. Preesistenza di controllo «di diritto»	155
5.2. Situazione di crisi	155
5.3. Acquisto «intragruppo», riassetto partecipativo e invarianza del controllo	159
5.4. «Involontarietà»	169
5.5. Temporaneità	174
5.6. Operazioni straordinarie di fusione e scissione	175
5.7. Gratuità dell'acquisizione	183
6. PARTECIPAZIONE DI CONSOLIDAMENTO	
6.1. Strategia d'incremento della maggioranza relativa	186
6.2. Dominio assoluto e aumento del peso percentuale	187
6.3. Ripristino del controllo	191
7. SOLLECITAZIONI PREVENTIVE E «PRO-RATA RULE»	197
<i>Il caso: la contesa per la Banca Nazionale del Lavoro S.p.a. (1998-2006)</i>	<i>204</i>

CAPITOLO IV - ESITI DELLA CONTESA AZIONARIA

1. TATTICHE ANTI-TAKEOVER	
1.1. «Passività» degli amministratori (e voler “essere o non essere” «target»)	227

1.2.	Atti ostruzionistici e « <i>poison pills</i> »	233
1.3.	Volontà assembleare e regola statutaria di neutralizzazione (<i>breakthrough rule</i>)	236
1.4.	Clausola di reciprocità e principio di equivalenza	240
1.5.	Difese preventive (« <i>shark repellents</i> »)	241
1.6.	<i>Deregulation</i>	245
1.7.	Ruolo dei dividendi e della capitalizzazione.....	252
2.	CONTESA E VARIABILI STRATEGICHE	
2.1.	Decisioni degli azionisti «bersaglio»: « <i>pressure to tender</i> », paradossi e distorsioni del mercato	254
2.2.	Fonti di risorse finanziarie e reintegro dell'investimento	
2.2.1.	<i>Strategie di finanziamento antecedenti e concomitanti alla presa del controllo</i>	265
2.2.2.	<i>Ristrutturazione post-scalata del governo del gruppo</i>	268
3.	MINORANZE RESIDUALI	
3.1.	«A volte ... ritornano»: la riapertura dei termini nell'OPA « <i>insider</i> » e il «referendum»	276
3.2.	Detenzione del 90%+1 del quotato: alternativa tra <i>sell-out</i> (obbligo d'acquisto) o ripristino del «flottante»	
3.2.1.	<i>Sell-out (obbligo d'acquisto)</i>	280
3.2.2.	<i>Ripristino del «flottante»</i>	287
3.2.3.	<i>Inadempimento e casistica «residuale»</i>	289
3.3.	Al 95% del capitale quotato: congiunzione di <i>sell-out</i> e diritto d'acquisto (<i>squeeze-out</i>)	290
4.	TRASPARENZA E CORRETTEZZA POST-OPA	294
	<i>Il caso: l'OPAS della Tecnost S.p.a. sulla Telecom Italia S.p.a. (1999)</i>	295
	OPINIONI E DUBBI	305
	Bibliografia	309

Incipit

*“La sapienza è figliola della sperienza.
La scienza è il capitano, e la pratica sono i soldati.
Quelli che s'innamoran di pratica senza scienza son
come 'l nocchier ch'entra in navilio senza timone o
bussola, che mai ha certezza dove si vada”
(Leonardo Da Vinci)*

Le contese per la «presa» del potere nelle società quotate hanno sovente conquistato la ribalta della cronaca finanziaria ed economica: ai massimi onori si è arrivati con i conflitti caratterizzati dalle offerte pubbliche d'acquisto (OPA) cosiddette «ostili».

A lungo le «scorribande» e le «tenzioni» per il controllo societario così come le crude «giostre» delle OPA hanno trovato terreno fertile nelle carenze di un corpo di «regole del gioco» talora «medievali»¹.

In Italia, dal 2011 può dirsi pervenuto a buon punto - benché sempre perfezionabile - un cammino di regolamentazione «rilanciato» con il D.lgs. 58/98 (Testo unico della finanza), «europeizzato» con il D.lgs. 229/2007 di attuazione della direttiva 2004/25/CE² e consolidato con la Del. CONSOB n. 17731/2011³.

Lungo tale tracciato, si collocano pietre miliari di cui il libro tratta ampiamente: gli assalti e le «guerre» delle OPA Generali-Ina, Olivetti-Telecom, Italenergia-Montedison, Abn Amro-Antonveneta, Bnp Paribas-Bnl, Lactalis-Parmalat, etc., casi che compongono l'ossatura del diffuso e costante supporto delle business histories all'impostazione concettuale del testo.

¹ Cfr. L. 12 febbraio 1992 n. 149 («Legge OPA»).

² *Directive on Takeover Bids*, Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto (G.U. L. 142 del 30/4/2004).

³ Delibera della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) del 5 aprile 2011, pubblicata nel S.O. n. 95 alla G.U. n. 81 dell'8 aprile 2011 e nel Bollettino quindicinale CONSOB n. 4.1, aprile 2011; in vigore dal 2 maggio 2011 e applicata a tutte le offerte per le quali la comunicazione alla CONSOB e al mercato, effettuata ai sensi dell'art. 102 co. I del d. lgs. n. 58/98, e succ. mod., ovvero l'acquisto determinante il superamento della soglia rilevante ai fini del sorgere dell'obbligo di offerta, sono successivi a tale data.

In simile scenario normativo e finanziario (di «scienza» e di «pratica», di «sapienza» e di «esperienza»⁴), il volume si pone fondamentalmente dal punto di vista delle imprese coinvolte, sia come emittenti titoli quotati che come azioniste di queste (com'è evidente dalle varie decine di società citate e riepilogate nell'indice analitico di cui alle prossime pagine). Secondo tale prospettiva si esaminano percorsi strategici e processi tattici caratterizzanti le scalate azionarie con focus sui tecnicismi delle correlate OPA.

Il punto di vista «aziendalistico» - con centinaia di richiami ai casi reali del vissuto societario - si sviluppa coscientemente all'interno dell'esigenza di tutela di ogni risparmiatore/investitore e sul necessario presupposto di favorire l'attrattività dei capitali da parte del mercato regolamentato di un Paese, allo scopo prioritario del sostegno patrimoniale all'imprenditorialità nazionale e continentale.

L'implicito fine ultimo è lo stimolo alla riflessione critica sia sugli assetti proprietari italiani nel contesto globale che sulle conseguenze delle «regole del gioco» europee fra gli attori della «commedia» della corporate governance, dimensioni da cui dipendono proprietà e «benessere» del sistema produttivo, finanziario ed economico.

Il testo s'innesta in una sorta di trilogia unitaria del medesimo autore sulla governance d'azienda, avviata nel 2010 con il libro "Corporate Governance. Principi di comportamento per il governo delle società di capitali" (con Presentazione di Alberto Pirelli) e proseguita nel 2011 con la pubblicazione di "Strategia del controllo societario. La «proprietà» dei gruppi aziendali" (presentato da Antonio Tajani): dal «centro di comando» (il governo da parte dei Consigli degli Amministratori), a risalire alla genesi del «potere di governo» medesimo, attraverso la manifestazione di volontà da cui esso scaturisce (ovvero l'influenza dominante sui gruppi aziendali) e, ora, fino alla propedeutica «esistenza» della conditio sine qua non a detta volontà (cioè le disponibilità azionarie).

Il tutto ... al giudizio di geniali Autori d'opere uniche. L'Uomo e il Creatore eterno.

Prof. Pierre Di Toro

29 Gennaio 2012

⁴ Come da aforisma leonardesco in intestazione al presente *incipit*.

Elenco analitico delle aziende citate

A

Antonveneta	73; 74; 75; 76; 77; 78; 79; 124; 125; 126; 127; 128; 204
Autogrill	267; 291
Autostrade	30; 31; 33; 58; 106; 152; 153; 268; 271

B

Banca d'Italia	3; 28; 30; 34; 78; 79; 102; 104; 120; 121; 125; 127; 204; 229; 237; 260; 295; 309
Banca di Roma	3; 6; 11; 61; 154; 267; 295
Banca Nazionale del Lavoro	10; 11; 149; 175; 204; 229
Banca Popolare di Lodi	73; 74; 75; 76; 79; 124; 126; 204
Banca Popolare Italiana	76; 79; 128; 204
Banco di Napoli	10; 11; 149; 175; 204; 229; 230; 289; 290
Bell	56; 233; 253; 295
Benetton	5; 31; 56; 79
Bios	30; 101; 106; 259; 292
Biosdue	30; 33; 102; 106; 259; 292
Bipop	3
BSA	9; 34; 107; 108; 152
Burgo	28; 106; 202; 242
Business Solutions	6; 154; 232

C

Caltagirone	3; 4; 5; 204
-------------	--------------

Capitalia	34; 64; 192; 193; 195; 204; 243; 272
Cariplo	10; 104; 105; 175; 201; 229
Carlo Tassara	3; 4; 6; 31; 61; 63; 154; 272
Cir	9
Comit	10; 11; 27; 30; 70; 102; 175; 200; 201; 203; 263; 295
Compart	13; 31; 32; 51; 52; 58; 118; 133; 144; 150; 151; 175; 202; 259; 267; 271; 293
Credit	10; 11; 104; 105; 107; 175; 201; 251; 295

D

Dieci	106; 202; 242
-------	---------------

E

Edf	4; 5; 6; 34; 63; 64; 155; 272; 288
Edison	2; 3; 5; 11; 13; 31; 34; 62; 63; 64; 151; 232; 242; 266; 267; 269; 270; 272; 273; 274; 287; 288; 295
Edizione Holding	5; 56; 79; 125; 242
Enel	3; 21; 31; 242
Eni	31
Exor	193; 195

F

Falck	2; 5; 28; 31; 32; 52; 58; 118; 133; 144; 150; 204; 269; 273; 293
Ferfin	10; 11; 155; 175; 256

Fiat	5; 6; 12; 61; 64; 119; 120; 154; 192; 193; 194; 195; 202; 232; 243; 253; 269; 272; 274; 288; 295
Fingrappo	74; 79; 124; 125; 126
Finsoe	79; 125; 165; 204
Fondiarìa	2; 5; 11; 22; 28; 57; 60; 117; 118; 119; 120; 121; 122; 123; 201; 242; 266
Fondiarìa-Sai	34; 121; 122; 123; 131; 145; 150; 190; 191; 195

G

G. Agnelli & C.	192; 193
Generali	3; 4; 5; 11; 22; 27; 28; 33; 71; 72; 106; 118; 121; 122; 123; 149; 201; 202; 204; 229; 230; 231; 242; 243; 259; 289; 290; 295
GP Finanziaria	74; 79; 101; 124; 125; 126
Groupe Lactalis	8; 9; 34; 107; 152
Gucci Group	246; 248; 249; 250; 251; 262

H

Holmo	79; 165; 204
Hopa	79; 92; 101; 124; 125; 126; 204; 295

I

Ifi	192; 193
Ifil	192; 193; 194; 195; 295
Ina	22; 33; 71; 72; 106; 149; 204; 229; 230; 231; 259; 289; 290; 295
Infostrada	21; 295
Intesa	3; 4; 5; 6; 9; 27; 28; 34; 61; 64; 79; 154; 170; 192; 193; 195; 200; 201; 204; 229; 230; 243; 267; 272

Italenergia	61; 121; 154; 232; 242; 266; 268; 269; 270; 272; 273; 274; 287; 288
Italenergia Bis	272; 288

K

Kkr	10
-----	----

L

Luxottica	160
-----------	-----

M

Magiste	79; 124; 125; 126; 128; 204
Marzotto	160; 186; 285
Mediobanca	3; 4; 5; 10; 11; 27; 28; 31; 60; 72; 113; 114; 117; 118; 119; 120; 121; 122; 123; 151; 153; 155; 175; 200; 201; 202; 204; 252; 256; 259; 268; 274; 293; 295
Monte dei Paschi di Siena	10; 11; 175; 192; 193; 195; 204; 295
Montedison	2; 3; 4; 5; 6; 11; 13; 31; 52; 57; 60; 61; 62; 113; 114; 117; 119; 123; 151; 154; 155; 232; 242; 259; 266; 267; 268; 269; 270; 271; 272; 273; 274; 287; 293; 295

N

Newco28	30; 31; 33; 58; 106; 153; 268; 271
---------	------------------------------------

O

Olimpia	56; 152; 170; 242
---------	-------------------

Olivetti 33; 56; 152; 153; 170;
188; 189; 204; 233; 242;
253; 254; 259; 275; 295

P

Parmalat 8; 9; 15; 23; 34; 107; 108;
152
Pirelli 27; 28; 56; 133; 152; 242
Pirelli & C. S.a.p.a. 242
Premafin 3; 4; 34; 60; 113; 118;
121; 122; 123; 129; 130;
132; 145; 147; 150; 190;
195

S

Sai 3; 11; 28; 57; 60; 113;
117; 118; 119; 120; 121;
122; 123; 201; 242
Sanpaolo Imi 3; 4; 5; 6; 61; 64; 71; 149;
154; 229; 230; 243; 267;
272; 289; 290; 295
Schemaventotto 30; 58; 153; 268; 271
Seat 78; 202; 253

Snia 30; 33; 101; 106; 259;
292

T

Tecnost 153; 233; 237; 253; 259;
295
Telecom Italia 33; 78; 152; 153; 188;
189; 203; 204; 233; 237;
242; 253; 254; 259; 275;
295
Tim 152; 237; 253; 295

U

UniCredit 145; 147; 252
Unicredito 3; 4; 27; 28; 70; 72; 153;
170; 192; 243; 268; 295
Unipol 79; 92; 124; 125; 126;
165; 204; 295

Z

Zignago 159; 160

Prefazione

di Innocenzo Cipolletta¹

La contendibilità delle imprese (di quelle di una certa dimensione e in particolare di quelle quotate) ha fatto irruzione nella cultura imprenditoriale italiana negli anni Ottanta del secolo passato. Si era appena usciti dalla seconda crisi da petrolio e le imprese erano costrette a pesanti ristrutturazioni. Alcune cedevano rami di azienda, altre si riconvertivano e cambiavano natura, altre ancora soccombevano sotto il peso del debito e venivano «salvate» attraverso acquisizioni.

Prima di allora il mondo delle transazioni di impresa era molto più ovattato nel nostro paese. Le imprese erano distinte tra quelle pubbliche e quelli private. Le banche erano tutte pubbliche (almeno quelle di una certa dimensione). In mezzo c'era Mediobanca (pubblica ma con partecipazioni private) governata da Enrico Cuccia che dirigeva autoritariamente il traffico delle aziende, collocando quelle in difficoltà presso azionisti «fidati», ossia disposti ad accettare le disposizioni di Cuccia. Il controllo delle grandi aziende era deciso in quello che veniva definito il «salotto buono» di Mediobanca (ossia il gruppo di azionisti di Mediobanca) e nessuno aveva qualche cosa da ridire. Il potere di Mediobanca era molto elevato e derivava anche dal controllo del credito, tramite le tre BIN (Banche di Interesse Nazionale, ossia la Banca Commerciale, il Credito Italiano e il Banco di Roma, tutte controllate dall'IRI) che assicuravano il credito necessario per

¹ Innocenzo Cipolletta è stato Presidente di Ferrovie dello Stato S.p.A. (dal 2006 al 2010), del Sole 24-Ore S.p.A. (dal 2004 al 2007) e della Marzotto S.p.A. (dal 2000 al 2003), nonché Direttore Generale di Confindustria (dal 1990 al 2000). È attualmente Presidente dell'UBS Italia SIM S.p.A. e dell'Università degli Studi di Trento, componente del CdA di Indesit Company S.p.A., Ceramiche Piemme S.p.A., iGuzzini Illuminazione S.p.A., Poltrona Frau S.p.A.. Ha ricoperto inoltre ruoli di funzionario e di dirigente all'OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico) e all'ISCO (Istituto Nazionale per lo Studio della Congiuntura). È stato docente universitario alle Università «La Sapienza» di Roma, LUISS «Guido Carli» di Roma, «Cesare Alfieri» di Firenze e a quella di Reggio Calabria. È membro del CdA della Fondazione Censis, della Fondazione Musica per Roma e della Fondazione Lars Magnus Ericsson. Partecipa, tra gli altri, ai comitati scientifici di «Economia Italiana», «Rivista di Politica Economica» e «Fondazione del Nord Est». È Cavaliere di Gran Croce all'Ordine al Merito della Repubblica Italiana, pubblicista e commentatore economico per quotidiani, nonché autore di numerosi libri e articoli scientifici.

ogni operazione e che rispondevano direttamente a Mediobanca (pur essendo loro i principali azionisti di Mediobanca).

Negli anni Ottanta, le grandi imprese italiane tentarono di espandersi fuori dei confini nazionali attraverso acquisizioni ostili, ma non tutte ci riuscirono. Fallì la scalata di Pirelli nei confronti della Continental, come quella dell'Olivetti che cercò di acquisire in via ostile la Compagnie de Suez. Intanto la costruzione del mercato interno europeo, con le sue disposizioni avverse agli aiuti di stato, nonché con le esigenze di riposizionamento delle imprese, impressero un'accelerazione ai processi di acquisizione e fusione anche nel nostro paese. Successivamente, l'avvio delle privatizzazioni delle imprese pubbliche e delle banche italiane, sospinto dalle regole europee e dalla necessità dello Stato italiano di fare cassa, l'affermarsi di un corpo giuridico europeo per le modifiche di controllo delle aziende, la perdita di centralità di Mediobanca e la scomparsa di Cuccia, suo storico Presidente (2000), hanno riportato l'Italia nel contesto internazionale, fatto anche di operazioni ostili per il controllo delle imprese.

Con questa veloce sintesi degli anni passati ho voluto ricordare come le battaglie esplicite per il controllo delle imprese si siano affermate nel nostro paese, non già per una cultura interna, ma grazie ad eventi traumatici, le grandi crisi petrolifere, che hanno imposto profonde trasformazioni nel tessuto produttivo di tutto il mondo. Queste crisi hanno fatto emergere nuovi settori, nuove tecnologie e nuovi patrimoni che hanno finito per sconvolgere il sistema produttivo e le strutture di controllo delle imprese del mondo occidentale. A sua volta, la costruzione del mercato interno europeo (che fu anch'essa una risposta alle crisi da petrolio) impose regole comuni di liberalizzazione che generarono comportamenti che altrimenti avrebbero tardato a manifestarsi nel nostro paese. Ne è derivato, a partire dagli anni Ottanta, una trasformazione del sistema di controllo delle imprese che ha favorito l'emergere di nuove imprese e nuovi imprenditori.

Questi nuovi comportamenti non appaiono ancora ben consolidati né in Italia né in molti altri paesi europei. In particolare, i paesi dell'Europa Continentale sono legati ancora a un concetto di pieno controllo delle imprese, anche di quelle quotate, che tende a escludere la contendibilità delle stesse. Diverso appare essere il mondo anglosassone dove gli azionisti delle imprese quotate sono spesso molto aperti alla contendibilità delle aziende, perché essa fa emergere valori più elevati per le azioni detenute e, quindi, un vantaggio per chi vuole cedere le azioni al massimo del loro valore.

In Italia, ma anche in molta parte dell'Europa Continentale, le aziende quotate sono in larga parte (se non tutte) controllate in modo stabile da un azionista o da un gruppo di azionisti, spesso riuniti in un patto di sindacato con un possesso che supera la maggioranza assoluta delle quote azionarie. L'interesse dell'azionista non è tanto (o soltanto) quello di realizzare il massimo valore del proprio patrimonio, quanto quello di controllare la gestione dell'azienda dalla quale trae vantaggi diretti e indiretti. Si tratta di un capitalismo primordiale, dove l'imprenditore è spesso anche manager perché ha creato lui l'impresa, è legato

al territorio dove insiste l'azienda ed è interessato alla gestione più che alla valorizzazione del proprio patrimonio. Ma si tratta anche di un capitalismo di stampo relazionale, dove la serie di accordi espliciti o impliciti tra imprenditori e banchieri consente la partecipazione ad un gioco di controlli multipli del potere, garantendo così una protezione reciproca. Un capitalismo che spesso si ammantava di valori nazionalistici, volti a difendere la proprietà nazionale a fronte di raider internazionali o di manovre eversive da parte di qualche altro Stato concorrente. In queste condizioni le scalate ostili vengono scoraggiate perché giudicate sconvenienti e tali da introdurre nel sistema una logica di breve termine che finisce per indebolire l'impresa.

Che il mondo anglosassone sia troppo concentrato sul breve termine e sui vantaggi degli azionisti anche a scapito delle imprese e dei suoi lavoratori è in parte vero. Trucchi per far lievitare il valore delle azioni nel breve termine, operazioni di smembramento delle aziende per ricavarne il maggior valore, delocalizzazioni produttive per sfruttare i minori costi e i minori obblighi sociali e ambientali, investimenti orientati al rapido ritorno, sono tutti elementi associati a una troppo facile contendibilità delle imprese, e che possono rendere fragile l'apparato produttivo e aperto alle crisi, come anche quella del primo decennio degli anni 2000.

Ma anche l'approccio dell'Europa Continentale e dell'Italia ha i suoi bravi inconvenienti. Tale approccio produce la sclerosi dei gruppi dirigenti, che diventano alieni al ricambio e che si perpetuano grazie agli accordi di reciproca assistenza. Con questa logica si finisce per promuovere all'interno delle imprese non tanto i migliori quanto i più «affidabili», con risultati mediocri o negativi per le aziende. Inoltre, la paura di perdere il controllo delle imprese impedisce una crescita dimensionale dell'azienda, perché rende più improbabili operazioni di fusione o di acquisizione che potrebbero portare la quota di possesso degli azionisti sotto la barra del controllo totale dell'azienda. C'è poi, nei sistemi chiusi, una riduzione della concorrenza tra le imprese che, legate da reciproci patti, finisce per generare svantaggi per i consumatori e per gli altri stakeholders.

In realtà non esiste un sistema perfetto che garantisca risultati sicuramente validi per tutti gli obiettivi. Specie in un mondo così articolato, qual è l'attuale dove si confrontano regimi giuridici diversi, mentalità diverse e dove stanno emergendo capitalismi di Stato difficili da assimilare. In un sistema di concorrenza perfetta, la contendibilità delle imprese dovrebbe essere un principio accettato da tutti, capace di separare la gestione delle imprese dalla proprietà e di consentire risultati ottimali. Ma la concorrenza non è ancora perfetta e il mercato non è un solo mercato mondiale. Anche quello europeo non ha raggiunto la piena omogeneità. Quindi occorre operare con un certo pragmatismo, sulla base dell'esperienza e avendo sempre a mente un principio di base: la tutela degli azionisti di minoranza a fronte di chi esercita il controllo dell'impresa e che spesso si difende dietro molte ragioni «nobili», volte essenzialmente a tutelare i suoi propri interessi.

Il libro di Pierre Di Toro, che tratta la materia della contendibilità delle imprese anche attraverso alcune delle contese sulla conquista del governo di imprese quotate in Italia, è un valido aiuto per meglio comprendere questo mondo che è sempre in tumultuosa ricomposizione.

Innocenzo Cipolletta

Roma, 29 gennaio 2012

Opinioni e dubbi ...

*“Se un uomo non è disposto ad affrontare qualche rischio per le sue opinioni,
o le sue opinioni non valgono niente o non vale niente lui”
(Ezra Pound)*

È solo dai vari punti di vista dei legittimi *stakeholder* (soggetti portatori di propri interessi) che la «vicenda» della contendibilità delle società quotate, con connesse scalate azionarie e OPA di ogni genere, può essere «conclusivamente» giudicata. A riguardo, è condiviso sul piano europeo che sono “«parti dell’offerta»: l’offerente ..., la società emittente, i possessori di titoli della società emittente e i membri dell’organo di amministrazione della società emittente ...”¹.

In primis va allora valutata la prospettiva dell’offerente, in Italia storicamente figura «forte» nel passato vuoto delle «regole del gioco», quindi principale oggetto «in negativo» di quella tensione nazionale verso il riequilibrio dei ruoli e delle parti che a partire da fine XX secolo ha permeato l’*humus* culturale e normativo del mondo della «scalata finanziaria» nella nostra penisola. Oggi, certamente i rischi di abusi da tale parte (più forti quando trattasi d’OPA «interne») sono fortemente circoscritti, al tempo stesso senza eccessivamente inibirne (ad esempio con gravosi oneri di *compliance*) la vitale funzione propulsiva di scatenare efficientemente il *market for corporate control* (con i conseguenti potenziali benefici diffusi per l’attrazione e il costo dei capitali, a supporto finanziario degli investimenti imprenditoriali). Dallo stesso lato, va annotata la positiva concreta opportunità per eventuali concorrenti (*followers* e/o «*white knights*») di contrapporsi al promotore originario (*pioneer*) di un’offerta, fertilizzando ulteriormente il terreno di coltura della circolazione di risorse finanziarie nel mercato regolamentato dei titoli azionari.

Livello di sensibilità non inferiore va ovviamente dedicato all’universo del piccolo risparmiatore/micro-azionista che, per l’elevata numerosità, rappresenta quel moltiplicatore in grado di complessivamente generare la maggior parte

¹ Art. 1, co. 1 lett. f), dir. 2004/25/CE.

della ricchezza collettiva destinata allo sviluppo delle grandi aziende quotate. Tradizionalmente anello debole e maggiormente «a rischio» della catena evolutiva del controllo societario nelle passate epoche autolesionistiche del mercato dei capitali nostrano, lo *stockholder* della società «bersaglio» gode ormai, nell'era presente, di sufficienti opportunità europeistiche e nostrane di tutela nelle situazioni di «passaggi di mano» della *corporate governance* o di «consolidamento» dell'*insider*: tra esse, non trascurabili sono i rimandi all'espressione della volontà assembleare, anche in sede (straordinaria) di definizione statutaria. È però uno *shareholder* «care» che, comprensibilmente, non deve cadere in eccessi garantistici e autolesionistici pesando in modo controproducente e insostenibile sulla parte offerente/«raider», che è pur sempre l'unica «gallina» atta a covare le «uova d'oro» di laute plusvalenze azionarie pure per il piccolo investitore; d'altronde sono in ogni caso contestuali le «due finalità di ordine generale: tutela degli azionisti ed efficienza dei mercati, in particolare ... quello del controllo societario»².

Dal lato della società emittente («*target*» dell'OPA) restano per ora da citare i consiglieri d'amministrazione e le maestranze (oltre che i soci di controllo/*incumbent*, di cui però si dirà poco più avanti):

- per i primi, va sollevata qualche legittima perplessità sulla circostanza che persiste purtroppo (benché a livello residuale) la possibilità di attivarsi in posizione di conflitto d'interesse; anche a livello europeo rimangono latenti, in effetti, rischi d'«inquinamento» - per personali discutibili vantaggi - del nitido e libero confronto tra domanda di titoli (proposta dall'offerente) e loro offerta in adesione a un'OPA (da parte di coloro che in fin dei conti, in quanto azionisti, sono nel loro insieme i mandanti stessi del CdA);
- le seconde godono sia sul piano continentale che nazionale di una migliorata informativa sui destini ipotizzabili benché vada accettato che l'unica legittima (auto)tutela non possa che essere rappresentata - nella dimensione europea complessiva - dall'essere maggiormente competitive sul piano della produttività, dell'efficienza organizzativa e dell'onerosità.

A *latere*, ma non di minor rilievo, va menzionata come soddisfacente l'accresciuta incisività e «standardizzazione» del potere vigilanza sui mercati esercitabile dalla competente *authority* italiana.

Tutt'altro approccio di sintesi concerne il tema della «nazionalità» degli assetti proprietari e degli *incumbent* messi in discussione dal libero mercato delle scalate azionarie e delle OPA «ostili».

Sul punto vale intanto la considerazione che nella nostra Borsa «la parte «alta» del listino vede ormai pochissime grandi imprese manifatturiere, le

² CONSOB (2011: 5).

grandi banche e assicurazioni, le imprese privatizzate, perlopiù *utilities*. Il problema di questo comparto è che esso continua a restare chiuso all'apporto di capitale da parte del mercato, essenzialmente per l'esigenza di mantenere gli assetti di controllo. Quando investitori forti si presentano per investire, dall'estero ma anche dall'interno, il sistema tende a chiudersi a riccio; invece di promuovere il mercato, troppo spesso la politica interviene a sostegno dei gruppi esistenti di controllo. L'effetto finale è di mantenere bassa la capitalizzazione e di frenare gli investimenti, spesso proprio in settori dove sarebbero massimi i guadagni di efficienza. Anche se sistemi analoghi tendono talora a prevalere anche negli altri paesi continentali - ma non nei paesi nordici né in quelli di tradizione anglosassone - il costo per noi è più elevato, data la carenza di capitale e di investitori forti all'interno. Dovremmo convincerci che, più del passaporto, conta la qualità dell'investitore"³.

Difficilmente simile problematica nazionale si risolve attendendosi il «suicidio» degli attuali beneficiari: concedere al libero arbitrio delle singole società per azioni la scelta delle modalità di tutela dell'investimento nel proprio capitale, in ipotesi di contesa del controllo societario e di possibile sovvertimento del potere di governo, si traduce nell'utopia protezionistica che a garantire le minoranze - cioè la «base» - siano soltanto i soggetti (azionisti o meno) al «vertice» della *corporate governance*. La teoria che la famigerata *mano invisibile* del mercato di borsa sappia con perfetta proporzionalità colpire l'inefficiente allocazione di autotutele, costringendo così a redistribuirle, sì da rispettare con equilibrio gli interessi dei molteplici *stakeholder*, costituisce illusione che solo una memoria storica «logaritmica» può coltivare⁴. Se proprio si volesse comunque prendere tale eventuale direzione, necessariamente condita di numerose previsioni di *default* e di connesse regole *enabling* e di *opt-in* da una parte oltre che di *opt-out* dall'altra, tuttavia occorrerà richiedere perlomeno una maggioranza qualificata o ancor meglio una maggioranza della minoranza quale *quorum* per l'«arbitraggio» sulle deroghe.

Andando a chiudere sul tema della nazionalità, preme ricordare che (al di là della disinformazione alimentata da tanta stampa e politica demagogicamente e sospettosamente «interessate») la competizione tra Paesi e relative impenditorialità può trovare - in realtà - un unico, legittimo e diffuso *interesse pubblico* (sia nazionale nel confronto intraeuropeo, che unitariamente comunitario nella competitività globale): la difesa e lo sviluppo delle «*pari opportunità*» occupazionali fra specifici territori.

Doveroso appare qui ogni sforzo ancora incompiuto per conseguire «*par condicio*» a favore degli *stakeholders* tutti del *market for corporate control*, sia

³ ABETE (2011: 4).

⁴ Cfr. BEBCHUK (1989: 1820 e ss.). La memoria logaritmica (nel senso di scarso peso del passato meno recente) è nel linguaggio del russo (naturalizzato belga) Ilya PRIGOGINE (1917-2003), premio Nobel per la chimica nel 1977.

«Il libro di Pierre Di Toro Scalata azionaria e OPA «europea» è un valido aiuto per meglio comprendere questo mondo che è sempre in tumultuosa ricomposizione.»

(Innocenzo Cipolletta)

L'assalto alle società quotate nel contesto delle «regole» europee. Un testo sulla contendibilità, sugli «tsunami» agli assetti proprietari, sulle strategie e sulle contrapposte difese nelle OPA, nonché sui relativi paradossi.

Tattiche, procedure e tecniche per amministratori societari, revisori legali, soci di controllo e di minoranza, raider/offendenti, associazioni di azionisti, centri studi economici e società di consulenza, operatori di Borsa e investitori istituzionali (SGR, fondi, *merchant bank*, SIM, SICAV, Fondazioni), professionisti, docenti e studenti universitari. Il volume contiene il richiamo esemplificativo a decine di casi reali e coinvolge gli atti assunti degli ultimi decenni in circa 50 società, compresa la trattazione dei noti casi Lactalis-Parmalat, BNP Paribas-BNL, ABN Amro-Antonveneta, Italenergia-(Mont) Edison, Olivetti-Telecom, Generali-INA.

Pierre Di Toro è professore ordinario all'Università della Tuscia, dove è stato direttore del Dipartimento di «Economia e Impresa» (Economics & Management) e delegato del rettore per fund raising e rapporti con le banche. Già consigliere di sede della Banca d'Italia, dottore commercialista e revisore legale, è presidente e amministratore delegato di società di capitale, multiutility nei settori trasporto, farmaceutico, energetico-tecnologico, mobilità, segnaletica. Ha insegnato Management alla Graduate School of Management di Lione (Francia). Contatti: www.unitus.it/ditoro.

ISBN 978-88-238-4300-4



9 788823 843004