

Top manager attenti, le norme antisalata sono un'arma a doppio taglio

DI ALBERTO TOFFOLETTO*

Con il cosiddetto Decreto anticrisi del 29 novembre scorso (convertito in legge il 28 gennaio 2009, la passivity rule - cioè la regola che proibiva alle società quotate italiane oggetto di opa di mettere in atto misure difensive senza il voto favorevole del 30% del capitale - è divenuta una mera facoltà. In base al nuovo art. 104 del Testo Unico della Finanza, infatti, la passivity rule troverà applicazione solo per le società i cui statuti la prevedranno espressamente. Per tutte le altre (il che significa, al momento, virtualmente tutte le società quotate, i cui statuti difficilmente riproducono una norma che sino ad oggi era di applicazione obbligatoria), le azioni di difesa contro opa ostili potranno essere intraprese liberamente dagli amministratori, salvo il voto degli azionisti, secondo le normali maggioranze, quando si tratti di materie riservate alla loro decisione (è il caso dell'acquisto di azioni proprie, di cui si parlerà subito).

Il cosiddetto Decreto incentivi, nel testo modificato approvato in via definitiva dal Senato l'8 aprile, si appresta ora ad agevolare le società quotate che vogliono prevenire tentativi di scalata. Il testo interviene su tre principali fronti:

a) consolidamento del controllo. In base alle nuove disposizioni, chi già detiene una partecipazione nel capitale di una so-

cietà quotata superiore alla soglia dell'opa obbligatoria (30% del capitale con diritto di voto), ma inferiore alla soglia del cosiddetto controllo di diritto (maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria), potrà ora consolidare la partecipazione senza incorrere nell'obbligo di opa fino al limite del 5%, in luogo del 3% (nell'arco di 12 mesi) sinora previsto. In questo modo, chi già controlla di fatto la società potrà assicurarsi un controllo più sicuro in previsione di eventuali scalate;

b) comunicazione delle partecipazioni rilevanti. Il secondo intervento prevede il potere della Consob di abbassare, temporaneamente e con provvedimento motivato da esigenze di efficienza e tra-

sparenza del mercato, la soglia - attualmente fissata al 2% - per la comunicazione dell'acquisto di partecipazioni rilevanti in società quotate «ad elevato valore corrente e ad azionariato particolarmente diffuso»; così, anche gli azionisti con una quota di capitale (con diritto di voto) inferiore al 2% potrebbero essere costretti a rendere noto al mercato l'acquisto della partecipazione. In questo modo, si potrebbe rendere impossibile effettuare rastrellamenti significativi di azioni da parte di soggetti che non siano già azionisti rilevanti senza che questi lo rendano

noto; tra l'altro, questo ridurrebbe anche il rischio di sorprese in sede assembleare - il rischio, cioè, che un azionista (magari un hedge fund) si palesi in assemblea senza avere prima informato il mercato di avere acquistato una partecipazione che, fino a quella data, poteva arrivare silenziosamente fino alla soglia del 2%;

c) acquisto di azioni proprie. Infine, le nuove disposizioni consentono alle società quotate (o diffuse) di acquistare azioni proprie fino al limite del 20% del capitale sociale - il doppio di quanto oggi previsto. Più facili, quindi, i «buy-back» di azioni in funzione anti-scalata non tanto ai fini del consolidamento del controllo (le azioni proprie sono prive di diritto di voto, ma sono computate ai fini del calcolo delle maggioranze assembleari), ma certamente al fine - quanto meno - di far lievitare il prezzo di mercato delle azioni, così da rendere più costoso qualsiasi tentativo di scalata.

Opportunità e rischi. Difficile dire quale effetto (se ci sarà) il «pacchetto anti-scalata» potrà produrre. Le nuove norme si prestano a qualche dubbio interpretativo e richiederanno, in alcuni casi, l'emissione di provvedimenti attuativi da parte della Consob - con conseguente dilatazione nel tempo dell'applicazione.

Per coloro che detengono posizioni di controllo non inattaccabili, può essere il

La legge tutela gli azionisti di controllo ma espone i ceo ad azioni di responsabilità



momento di pensare a presidiarle; anche se pare utile chiedersi come il mercato possa reagire ai segnali di «arroccamento» del controllo che potrebbero derivarne. Chi, invece, valutasse possibili scalate, dovrebbe considerare, più accuratamente che in passato, le possibili contro-mosse delle società target, e calcolare che i costi dell'operazione potrebbero crescere a partita già iniziata.

Un'ultima (ma non in ordine di importanza) considerazione riguarda la posizione dei manager delle società quotate: paradossalmente, la scomparsa della passivity rule e le nuove possibilità di difesa offerte dalla legge potrebbero aumentare il rischio di responsabilità per gli amministratori che volessero mettere in atto misure di protezione da possibili scalate. Essi, infatti, sono soggetti ad un obbligo di natura fiduciaria nei confronti di tutti gli azionisti, ai quali deve essere garantita la parità di trattamento per espressa disposizione di legge (art. 92 del Tuf). Le misure antiscalata pongono delicati problemi da questo punto di vista, atteso che l'interesse dell'azionista o del gruppo di controllo a mantenere la stabilità dell'assetto proprietario potrebbe non coincidere (ed anzi potrebbe entrare in conflitto) con quello degli altri azionisti a monetizzare il proprio investimento. Ogni azione in questo campo dovrà dunque essere valutata con particolare attenzione per evitare il rischio di incorrere in azioni di responsabilità. (riproduzione riservata)

**socio studio legale NCTM*