

In 12 anni solo dieci scalate ostili la legge sull'Opa è da ripensare

VITTORIA PULEDDA

Spesso sono troppo care, al punto da scoraggiare il potenziale acquirente. Il prospetto andrebbe alleggerito, e ci sarebbero anomalie da correggere nella fissazione del prezzo dell'offerta

L'ultimo esempio in ordine di tempo è l'Opa lanciata dal gruppo Gavio (insieme al socio Ardian) su Astm - società che già controllava - con l'obiettivo dichiarato di ritirarla dal mercato. L'utilizzo più diffuso, secondo il corposo studio presentato dalla Consob, che ha analizzato dal 2007 (anno del recepimento in Italia della Direttiva comunitaria del 2004) al 2019 ben 174 Opa su titoli azionari. Oltre il 60% sono state finalizzate proprio al delisting: un numero risibile - dieci - erano ostili. Insomma, l'obiettivo principale - disciplinare il cambio del controllo di proprietà, tutelando allo stesso tempo gli interessi degli azionisti di minoranza - sembra essere venuto meno, almeno nella prima parte.

L'elenco delle doglianze è abbastanza condiviso: le offerte

L'opinione

Una riforma complessiva, pur auspicabile, è difficile per il costo politico e per i vincoli europei. Meglio una manutenzione della disciplina

LUIGI BIANCHI

DOCENTE UNIVERSITÀ BOCCONI

pubbliche sono troppo care, al punto da scoraggiare chi vorrebbe lanciarle. Sono soggette a

una disciplina troppo "pesante" e onerosa; su alcuni aspetti, sono subordinate a criteri discrezionali (ad esempio, le esenzioni) che creano confusione. Conclusione: le norme sulle offerte pubbliche vanno profondamente ripensate. «Una riforma complessiva della disciplina dell'Opa, che pure sarebbe auspicabile, non è probabilmente possibile anche per i vincoli europei e il costo politico di questa scelta - spiega Luigi Bianchi, professore di Diritto commerciale alla Bocconi e avvocato d'affari - si potrebbe invece pensare a un'opera di manutenzione, intervenendo su almeno quattro aspetti critici: semplificare il Documento informativo, ridurre il perimetro dell'azione di concerto, semplificare il regime delle esenzioni e chiarire meglio l'operatività della passivity rule».

Tra i cultori del diritto societario, molti ritengono che un po' tutto il Testo Unico della finanza avrebbe bisogno di revisione

complessiva; un obiettivo che forse solo il governo attuale, uscito dall'emergenza della pandemia, potrebbe perseguire, dopo il Tuf del 1998 che porta appunto la firma di Draghi.

TRA PREMIO E SCONTO

Il primo, ma non unico scoglio dell'attuale disciplina sull'Opa, è proprio il prezzo. Nel Tuf del '98 era previsto che, dopo il passaggio del controllo, venisse riconosciuto agli azionisti un prezzo pari alla media aritmeti-

ca tra il prezzo più alto pagato dallo scalatore per ottenere il controllo (nei dodici mesi precedenti) e la media di mercato dell'ultimo anno. Con la riforma del 2007 invece ai soci di minoranza deve essere offerto il prezzo più alto pagato da chi ha preso il controllo, negli ultimi dodici mesi. Meccanismo che ha permesso, tra l'altro, il fenomeno delle Opa a sconto (da As Roma a Recordati): anche questo un effetto parossistico, perché possono esserci mille ragioni per il socio di controllo di voler passare la mano, anche a un prezzo inferiore di Borsa, mentre ci sono meno motivazioni perché la cosa debba convenire a un piccolo investitore. Sul versante opposto, però, riconoscere a tutti gli azionisti il premio pagato per il controllo rende molto costosa l'Opa medesima.

«Occorre trovare il giusto equilibrio tra la tutela degli investitori e la vivacità del mercato - ragiona Marco Ventoruzzo, direttore del dipartimento di studi giuridici Angelo Sraffa - anche perché se il prezzo diventa troppo alto si evita di effettuare l'operazione e allora anche la tu-

tela viene meno. Mi rendo conto che è un calcolo impossibile da fare ma occorre chiedersi: quante offerte pubbliche non sono mai state fatte, perché troppo costose? Una revisione complessiva ormai si impone e a questo punto non può che essere a livello europeo».

Ma è tutta colpa del prezzo -

complessivamente troppo alto – se non ci sono Opa ostili? Forse un altro aspetto che occorre tener presente è che, sempre secondo gli studi Consob, circa il 70% delle società a Piazza Affari ha un socio o gruppi di soci che le controllano di diritto o di fatto; come dire, la struttura proprietaria a Piazza Affari è ingessata di suo, non dipende dall'Opa. Lo stesso fenomeno del delisting, con l'unica eccezione del-

la Cina, non è una caratteristica solo italiana: negli Stati Uniti, ad esempio, negli ultimi dieci anni il numero delle quotate si è dimezzato, così come dal 2009 al 2018 il numero delle Ipo si è molto ridotto (ma il 2020 ha segnato un forte boom negli Usa).

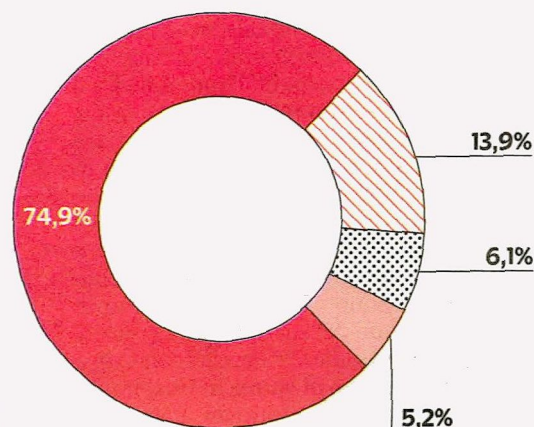
Non solo ombre sull'Opa, quindi. «Direi che la normativa è estremamente positiva – sostiene Andrea Di Segni, managing director di Morrow-Sodali,

gruppo specializzato nella consulenza aziendale – l'unico aspetto che andrebbe migliorato è la possibilità, per l'offerente, di poter effettuare una mappatura dei soci della società target, per spiegare le ragioni dell'Opa anche agli azionisti retail. Da questo punto di vista c'è un'asimmetria informativa tra la società oggetto dell'offerta e la società che lancia l'offerta».

I numeri

LA TIPOLOGIA DELLE OFFERTE D'ACQUISTO A PIAZZA AFFARI SUL CAMPIONE DI 231 OFFERTE DEL PERIODO 2007-2019

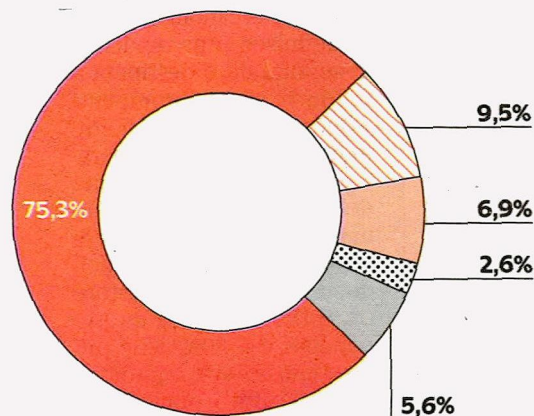
■ OPA OBBLIGO D'ACQUISTO
 OPS OPAS



FONTE: CONSOB

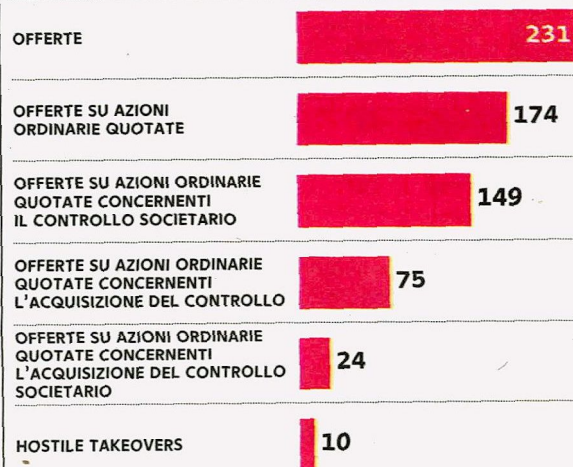
IL TIPO DI STRUMENTI FINANZIARI OGGETTO DI OFFERTA SUL CAMPIONE DI 231 OPERAZIONI DEL PERIODO 2007-2019

■ AZIONE ORDINARIA OBBLIGAZIONE ALTRO
 QUOTA FONDO AZIONE RISPARMIO



FONTE: CONSOB

I TAKEOVER OSTILI SONO SOLTANTO DIECI SU 231 LE MOTIVAZIONI DELLE OFFERTE DEL PERIODO 2007-2019



FONTE: CONSOB

174

LE OPERAZIONI

Sono le Opa su titoli azionari effettuate in Italia tra il 2007 e il 2019

60%

I DELISTING

La percentuale di Opa finalizzate a togliere dal listino la società oggetto