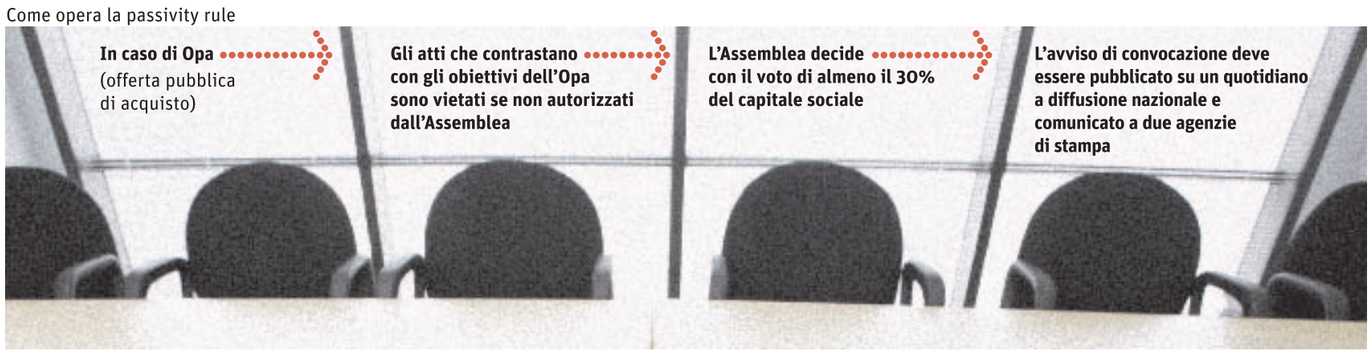
LA GRANDE CRISI
Guida per le società

Passivity rule. Tutela la concorrenza ma non in tempi di valori distorti

Negli statuti. Si possono inserire condizioni specifiche anti-scalata

Tutti fermi nel Cda

Come opera la passivity rule



Le quotate giocano in difesa

Contro l'Opa a buon mercato si studia come attenuare il divieto di reazione

PAGINA A CURA DI
Angelo Busani

Gli impetuosi ribassi di valore di molte società quotate rendono più facile la loro scalata mediante incetta di titoli sul mercato a prezzi particolarmente convenienti.

Ipotesi realistica e temuta, tanto che anche i Governi nazionali stanno scendendo in campo per salvaguardare le imprese domestiche da *take over* stranieri. Il nostro Esecutivo sta così valutando misure per attenuare i divieti (cosiddetta *passivity rule*) che impediscono alle società destinatarie di un'offerta pubblica di acquisto (Opa) l'adozione di misure per contrastare lo scalatore.

Le società che si sentono sotto scacco o temono di finirci possono peraltro impostare per tempo – a prescindere dalla politica – tutta una serie di strategie difensive, in particolare con l'introduzione di apposite clausole statutarie messe a punto dalla prassi professionale che le raggruppa sotto la denominazione *poison pills*, pillole avvelenate, come si vedrà più estesamente negli altri articoli di questa pagina.

Che cosa è l'obbligo

Ora analizziamo, invece, la *passivity rule* e cioè l'obbligo di "stare fermi" o, visto in negativo, del "divieto di difendersi": con questa espressione si fa riferimento alle norme, contenute nel Testo unico della finanza (il "Tuf", e cioè il Dlgs 58/1998) introdotte dal nostro legislatore per calmierare, come detto, gli eventuali comportamenti di contrasto all'Opa ostile che gli amministratori della società target potrebbero tenere.

Il fondamento della norma sta nel fatto che l'efficienza del mercato sarebbe minata da atteggiamenti che limitino la contendibilità delle società. Ma in un periodo come l'attuale – dove la capitalizzazione di molte società è ritenuta di gran lunga inferiore al loro valore reale – probabilmente vanno considerate prevalenti le ragioni di difesa delle società da appetiti esterni (provocati dal basso prezzo delle azioni) rispetto a quelle che, in epoche non turbolente, inducono il legislatore a ritenere opportuna la vigenza della *passivity rule*.

Ed è proprio per questo che c'è pressione per allentare le regole che limitano le difese delle società sotto scalata.

L'attuale articolo 104 del Tuf prevede che, salvo autorizzazione dell'assemblea (che deve comunque deliberare con il voto favorevole di almeno il 30% del capitale sociale, salvo che siano applicabili norme che impongono maggioranze più elevate), le società italiane quotate i cui titoli siano oggetto di offerta pubblica di acquisto devono astenersi «dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta». Si pensi, ad esempio, alla decisione di cedere asset strategici oppure di effettuare un rilevante investimento che indebiti la società e che ne deprima la futura redditività.

In altri termini, le misure difensive si possono compiere solo con l'autorizzazione dei soci: gli amministratori non possono fare da soli, anche se teoricamente ne avrebbero la competenza.

I limiti

Va precisato peraltro che, di recente, è stata introdotta la norma (articolo 2 del Dlgs 229/2007) secondo cui la regola di divieto di erigere difese è applicabile solo «a condizione di reciprocità», e cioè solo se l'offerta pubblica è promossa da chi è altrettanto soggetto a queste disposizioni. E quindi, ad esempio, non vale se chi lancia l'Opa è una società appartenente a un ordinamento nel quale la *passivity rule* non esiste.

L'articolo 104-bis del Tuf dispone inoltre che, nel periodo di adesione all'offerta, non hanno effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento di titoli previste nello statuto della società sotto attacco e che neppure hanno effetto, nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni di difesa dall'offerta, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali.

DOMANDE & RISPOSTE

Che cosa è la passivity rule?
È il divieto di compiere attività che potrebbero compromettere l'esito di un'Opa se non autorizzate dall'assemblea.

Qual è il significato dell'espressione poison pills?
Nel gergo professionale, si dicono "pillole avvelenate" quegli *escamotages* (spesso si tratta di clausole statutarie) che disincentivano una scalata. Si pensi ad esempio alle clausole che, per determinate operazioni, richiedano maggioranze particolarmente elevate. Oppure alle clausole che rendano complicata la sostituzione dei componenti del consiglio di amministrazione.

Che cosa sono i "paracadute d'oro"?
Con l'espressione "paracadute d'oro" ci si riferisce a quelle clausole dei contratti tra società e top management ove si prevedono buonuscite milionarie ai managers nel caso che la società abbia un *change of control*. Sono insomma un classico esempio di *poison pill*.

Amministratori eletti a turno blindano il board

Una tecnica "protettiva" spesso usata nella prassi professionale è quella che introduce una procedura particolarmente complessa nella sostituzione dei membri del Cda prevedendo particolari modalità per la loro nomina oppure la necessità che, per ottenere la nomina, i candidati possiedano particolari requisiti.

Beninteso, la presenza di queste clausole può derivare da esigenze diverse da quelle meramente difensive: ad esempio, se uno statuto (come quello delle Assicurazioni Generali) consente anche al consiglio di amministrazione di presentare una lista di nominativi per la nomina del nuovo *board*, si tratta di una previsione che, in effetti, va vista come la realizzazione di un punto di equilibrio tra i soci di maggioranza più che come una tecnica difensiva. Ancora, la clausola del nuovo statuto di Mediobanca secondo cui alcuni amministratori devono essere scelti tra i dipendenti della società, non nasce quale clausola difensiva ma come momento di sintesi tra il "ceto" dei soci e il "ceto" dei manager. Certo è che chi voglia acquisire il controllo di una società e si trovi di fronte a clausole di questo tipo deve mettere in conto di applicarle (o di cercare di abolirle).

I blocchi a rotazione

Un caso classico di clausola difensiva è invece quella che suddivide gli amministratori in "blocchi" (ad esempio, tre blocchi: il Gruppo A, il Gruppo B e il Gruppo C) e che organizza la loro durata in carica in modo tale da determinare ogni anno la scadenza di un solo "blocco", con la conseguenza che la sostituzione dell'intero *board* possa essere effettuata solo in un tempo molto lungo.

Per ottenere questo risultato si può disporre, ad esempio, che:

a) un primo gruppo di amministratori (Gruppo A), pari a un terzo del numero totale, venga nominato (contestualmente agli altri due gruppi) per un solo esercizio;

b) un secondo gruppo di amministratori (Gruppo B), pari a un terzo del numero totale, venga nominato (contestualmente al primo e al terzo gruppo) per la durata di due esercizi sociali;

c) il terzo gruppo di amministratori (Gruppo C), pari a un terzo del numero totale, venga nominato (contestualmente al primo e al secondo gruppo) per la durata di tre esercizi sociali.

Viene poi previsto che, alla scadenza del mandato degli amministratori di ciascun gruppo, l'assemblea provveda alla sostituzione degli amministratori appartenenti al solo gruppo che ha terminato il mandato, nominando i nuovi per la durata di un triennio.

L'effetto pratico è dunque quello di provocare, ogni anno, il rinnovo di un terzo dei membri del *board*, con la conseguenza che, chi voglia acquisire il controllo della società in questione, deve "stanziare" un triennio per ottenere il risultato del rinnovo completo dell'organo amministrativo della società target.

Clausole ad hoc. Funzionamento e obiettivi

Pillole «avvelenate» per chi vuole il controllo

Dalle strategie anti scalata praticabili durante il *take over* vanno distinte le misure difensive che una società può adottare in via preventiva: solo le prime infatti sono impedite dalla *passivity rule*, mentre le altre (per lo più clausole particolari introdotte nello statuto della società che si vuole difendere) non trovano limiti, se non quello della loro non contrarietà a norme di legge.

UN ESEMPIO DIFFUSO
Opzioni con diritto di acquisire azioni a prezzo favorevole ed esercitabili solo in caso di scalata

È senz'altro difficile offrire un quadro esaustivo delle *takeover defenses* (e cioè delle difese preventive contro le scalate) perché si tratta di una materia fortemente condizionata dai singoli casi concreti. Comunque, prendendo spunto dalla prassi professionale statunitense (dove le scalate sono più frequenti e dove quindi si è formata la maggiore esperienza su questa materia) vanno innanzitutto considerate quelle clausole che – per rendere dura la vita allo scalatore – impongono il raggiungimento di quorum particolarmente elevati nelle riunioni dell'assemblea o del Cda per l'adozione di determinate decisioni.

Nello stesso alveo vanno poi collocate quelle clausole che assicurano una forte stabilità agli amministratori in carica, richiedendo elevate maggioranze per la loro nomina e la loro revoca o che, in vario modo, rendano la revoca difficilmente praticabile: si pensi, ad esempio, alla nomina di una serie di amministratori "supplenti", destinati a entrare in funzione in caso di cessazione, per qualsiasi causa, degli amministratori in carica. Oppure alla previsione che la revoca degli amministratori possa avvenire solo al ricorrere di determinate circostanze.

Ovviamente, tutte queste clausole devono essere "protette" da una previsione statutaria che ne consente la modificazione solo raggiungendo quorum deliberativi particolarmente elevati: infatti, se questa "protezione" mancasse le clausole perderebbero la propria efficacia in quanto lo scalatore potrebbe facilmente sbarazzarsene provvedendo alla loro abolizione.

La difesa contro un *take over* ostile può essere inoltre organizzata anche mediante le cosiddette *poison pills*, le "pillole avvelenate". L'espressione (a volte usata per indicare genericamente tutte le strategie difensive anti Opa) designa, più tecnicamente, tutti gli strumenti che sono predisposti in modo da stare normalmente "in riposo" ma che sono destinati a essere "innescati" nel caso in cui sorga la necessità di difendersi: ad esempio il lancio dell'Opa, il cambiamento di controllo della società e così via. Qui sotto tre casi concreti di calusole contenute negli statuti di tre grandi società.

Il caso osservato con maggiore frequenza è quello della distribuzione di opzioni contenenti il diritto di acquisire azioni della società a prezzo favorevole entro un certo periodo di tempo ed esercitabili solo nel caso in cui accada un determinato evento: ad esempio quando un solo soggetto diventa titolare di una data quota di capitale sociale. Se si verifica la situazione che rende esercitabili le opzioni, ne può derivare una diluizione del capitale sociale e quindi un possibile disincentivo per lo scalatore.

I CASI CONCRETI

UNICREDIT
Nessun avente diritto al voto può esercitarlo, ad alcun titolo, per un quantitativo di azioni della Società superiore al cinque per cento del capitale sociale avente diritto a voto.

È questa una classica clausola antiscalata (è l'esordio del comma 15 dell'articolo 5 dello statuto di Unicredit). A volte si adombrano dubbi sulla legittimità delle clausole di possesso azionario massimo nelle società quotate, perché renderebbero le società non contendibili. Però, l'inesistenza di un divieto esplicito di legge sul punto e il fatto che siano state messe a punto da super consulenti inducono a credere nella validità di questa clausola e nel fatto che essa sia un effettivo argine verso le scalate.

TELECOM
... il ministro dell'Economia e delle finanze, d'intesa con il ministro delle Attività produttive, è titolare dei seguenti poteri speciali:
a) opposizione all'assunzione (...) di partecipazioni rilevanti, per tali intendendosi quelle che (...) rappresentano almeno il 3 per cento del capitale sociale costituito da azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie. (...);
b) veto, debitamente motivato in relazione al concreto pregiudizio arrecato agli interessi vitali dello Stato, all'adozione delle delibere di scioglimento della società, di trasferimento dell'azienda, di fusione, di scissione, di trasferimento della sede sociale all'estero, di cambiamento dell'oggetto sociale, di modifica dello statuto che sopprimono o modificano i poteri di cui al presente articolo.

Questa clausola si trova nell'articolo 21 dello statuto di Telecom Italia ed è stata introdotta a seguito di un'apposita previsione contenuta nella legge sulla privatizzazione delle aziende pubbliche (Dl 332/1994, convertito in legge 474/1994). È dunque una poison pill *che la legge ha messo direttamente a disposizione del Governo, e che costituisce un rischio per chiunque voglia tentare una scalata senza chiedere il permesso. Alcuni interpreti sostengono che la precettività di questa clausola deve ritenersi ormai evaporata, dato il tempo trascorso dalla sua introduzione e i vari cambi di controllo societari dalla privatizzazione a oggi. Ma, derivando questa clausola direttamente da una norma non abrogata, la strada di ritenere la clausola superata è indubbiamente assai in salita.*

PARMALAT
... le delibere dell'assemblea straordinaria relative alla modifica degli articoli 10, 11, 12, 15, 16, 17 e 18 del presente Statuto (...) verranno adottate, fino all'approvazione del bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009, così in prima che nelle successive convocazioni, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano almeno il 95% del capitale sociale.

Sarebbe più che sospetta di illegittimità una clausola che, in una quotata, richiedesse quorum deliberativi così elevati tout court. *La previsione di un termine di scadenza ragionevole rende invece questa clausola fisiologica alla stabilità della società nel suo programma di ritorno alla normalità dopo il famoso crack.*