

Dipartimento di “Impresa & Management”

Cattedra di “Finanza Aziendale”

“STRUMENTI DI DIFESA DALLE OPA OSTILI: UN FOCUS SULLE
POISON PILLS”

RELATORE:

Prof. Gianluca Mattarocci

CANDIDATO:

Edoardo Scarana
Matricola: 201731

Anno Accademico 2017/2018

INDICE

INTRODUZIONE

CAPITOLO 1. “*Poison pills*”

1. Introduzione.....	4
2. Definizione.....	5
3. Evoluzione storica dello strumento.....	9
4. Ambiti di applicazione e tipologie di strumenti.....	13
5. Conclusioni.....	18

CAPITOLO 2. “*Diffusione e utilizzo dello strumento*”

1. Introduzione.....	19
2. Statistiche di mercato sugli utilizzatori dello strumento.....	20
3. Evoluzione dello strumento tra il 2011 e il 2015.....	29
4. Conclusioni.....	36

CAPITOLO 3. “*Il caso Vivendi – Mediaset*”

1. Introduzione.....	38
2. I soggetti coinvolti.....	39
2.1 Vivendi.....	39
2.2 Mediaset.....	41
3. Breve cronistoria dell’operazione.....	44
4. La modifica dello statuto e la poison pill mascherata.....	51
5. Conclusioni.....	53

CONCLUSIONI

BIBLIOGRAFIA

INTRODUZIONE

L'elaborato seguente si prefigge lo scopo di fornire al lettore una panoramica generale sulle modalità con cui una società può difendersi da un tentativo di scalata ostile.

L'ambito più ampio al quale si fa riferimento in questa tesi risulta essere quello della corporate governance, nello specifico al sottoinsieme della contendibilità del controllo societario.

Gli strumenti di difesa che saranno principalmente analizzati all'interno dei tre capitoli sono le "poison pills".

Le poison pills sono il più comune e diffuso strumento di difesa che le società tendono generalmente ad adottare dopo che un'offerta pubblica d'acquisto non richiesta è stata lanciata, oppure si riscontrano le condizioni che portano la società a ritenere che sia imminente la sua esecuzione.

La trattazione si articola lungo tre capitoli, dove nel primo si può trovare una definizione sia dello strumento in se, dei cenni ai regolamenti sulle offerte pubbliche d'acquisto e un elenco illustrato delle varie tipologie di strumenti. Il secondo capitolo studia dati di mercato sulla diffusione nell'utilizzo dello strumento dal periodo della prima adozione della pillola (anni '80) fino ai giorni d'oggi. Nel terzo capitolo viene esaminato il caso pratico di applicazione dello strumento di cui si tratterà lungo il lavoro: sarà illustrato come il Gruppo Mediaset, si è difeso da Vivendi mettendo in atto una poison pill decisamente criticata. È stata scelta proprio questa vicenda in quanto l'adozione della pillola in questo caso specifico è risultata molto controversa, ricevendo diverse accuse, e soprattutto provocando reazioni interessanti sul mercato azionario.

CAPITOLO 1

“Poison pills”

1. Introduzione

In questo primo capitolo verrà eseguita un’analisi generica dello strumento, dove verrà innanzi tutto definito, successivamente sarà analizzato più approfonditamente sia nella forma che nella sua evoluzione nel tempo, per poi infine portare a conoscenza del lettore le varie tipologie di poison pill che determinano i vari ambiti di applicazione.

Prima di analizzare specificatamente le poison pill sarà fatta una overview sul mercato del controllo e della contendibilità aziendale.

È di fondamentale importanza definire l’ambito di interesse del lavoro, che è quello delle take-over defense, ovvero le difese da tentativi di acquisizione ostili.

Questi strumenti rappresentano le più comuni tipologie di difese adottate dagli anni ’80 in poi, hanno subito lievi variazioni e hanno visto alcune novità, ma la sostanza rimane sempre la stessa: si tratta di piani privilegiati per i diritti degli azionisti esistenti, per mantenere stabile l’assetto della società anche dopo essere stata oggetto un tentativo di scalata ostile.

2. Definizione

Nel complesso panorama del controllo e della contendibilità aziendale, risultano sempre più rilevanti le difese che una società oggetto di un'offerta pubblica d'acquisto può mettere in atto.

In questo scenario esistono generalmente due soggetti: il primo, la società acquirente, ovvero il soggetto che ha lanciato l'O.P.A., e il secondo, la società bersaglio, che nel caso specifico di un'offerta ostile, sarà anche l'emittente della pillola avvelenata. In alcuni casi, interviene anche un terzo soggetto, un regolatore esterno alle due parti, che può essere un'autorità garante, o il governo stesso se la "situazione" risulta essere di interesse nazionale. Questa autorità interviene quando vengono violati i termini di legge.

Le offerte pubbliche d'acquisto sono disciplinate dagli articoli 102-112 del t.u.f., e la fattispecie generica è definita come: "ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzato all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari". Essendo molto vasto l'insieme dei suddetti prodotti finanziari, la disciplina delle O.P.A. viene applicata ogni qualvolta un offerente lascia intendere di voler acquistare un determinato quantitativo di quello specifico prodotto. Il principale onere che pende sull'offerente, è la parità di trattamento: quest'ultimo deve rivolgere indistintamente la stessa offerta e garantire le stesse condizioni a tutti coloro i quali sono titolari dei prodotti che costituiscono l'oggetto dell'offerta. (Disiano e Preite, 2004)

A partire dal giorno in cui è stato comunicato al mercato il proposito di lanciare l'o.p.a., gli amministratori della società bersaglio sono tenuti a rispettare la cosiddetta "passivity rule", ovvero l'obbligo ad astenersi nel compiere azioni che possano danneggiare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. Coloro ai quali invece è sempre concesso procedere in questo senso sono i soci, i quali al contrario degli amministratori, sono autorizzati a procedere con difese "anti o.p.a."

La ratio principale di questa regola è naturalmente quella di tutelare la contendibilità delle società. (Disiano e Preite, 2004)

Le misure difensive che può adottare la società bersaglio si dividono generalmente in due tipologie:

1) **preventive**: In questo primo grande insieme di misure difensive si trovano principalmente clausole statutarie o patti parasociali che servono principalmente a scoraggiare tutti i soggetti intenzionati a lanciare un'o.p.a. o ad arginare la libertà di azione anche una volta ottenuto il controllo. Tipici di questa categoria sono i sindacati di voto o di blocco che rendono l'o.p.a. decisamente più onerosa in quanto il socio per aderire è costretto a violare il patto parasociale, diventando soggetto al risarcimento del danno verso gli altri contraenti.

2) **successive**: È senz'altro più ampio e complesso l'insieme delle difese che una società può attuare dopo l'inizio di un'offerta per cercare di impedirne la riuscita. È naturale che ogni azione di questo tipo, è oggetto, neanche troppo velatamente, dal sospetto di conflitto d'interessi da parte dei managers, i quali potrebbero vedere ridimensionati i propri poteri o addirittura rischiare l'incarico stesso. Per questo è stata redatta un'ampia regolamentazione a riguardo, che però, nonostante ciò, non può risultare neanche troppo restrittiva in quanto se viene impedito ai managers di compiere ogni tipologia di operazioni per rendere l'o.p.a. più onerosa, si finirebbe per vietare agli amministratori di tutelare gli interessi degli azionisti. Oltre a ciò, dei divieti troppo ampi, danneggerebbero il mercato della contendibilità, e anche l'attività stessa della società. Per questo motivo è stata introdotta la già citata "passivity rule", a tutela della società acquirente, e la "breakthrough rule" a tutela degli azionisti. Essa prevede che nell'eventualità del lancio di una o.p.a., limiti statuari nella circolazione delle azioni e al diritto di voto, non sono vincolanti per i soci. Anche i patti parasociali sono esonerati. (Disiano e Preite,2004)

La Consob, ha indicato per precisare l'art. 104 del T.u.f. (il quale recita che la società oggetto di un'offerta "non può compiere atti o operazioni che possono

contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta") le 3 possibili difese successive: 1) atti o azioni che aumentano il costo dell'offerta 2) comportamenti della società bersaglio volti a mutare le caratteristiche aziendali e/o patrimoniali 3) comportamenti c.d. di disturbo volti a rendere difficile l'efficacia dell'offerta. È altresì consentita un'altra tipica difesa delle società bersaglio, quella del c.d. "cavaliere bianco", che verrà illustrata nel paragrafo successivo. (Comunicazione n. DAL/99039392 del 18/05/1999)

Tra le possibili difese della società bersaglio, negli ultimi anni hanno registrato una notevole diffusione le cosiddette "poison pills". Le "poison pills" (tradotto Pillole avvelenate) sono delle tattiche difensive adottate dal consiglio d'amministrazione di una società per renderla meno attraente nel caso di un'offerta pubblica d'acquisto ostile, e quindi per poter resistere all'eventuale tentativo di scalata.

Con l'espressione pillola avvelenata si fa riferimento ad un piano per i diritti degli azionisti appositamente progettato per difendere il controllo societario. Una strategia di questo tipo è volta a rendere le proprie azioni sfavorevoli per la società acquirente. (Nguyen, 2018)

Questi titoli, sono il frutto del controverso sviluppo del mercato del controllo e della contendibilità aziendale, sebbene possano assumere varie forme, tutti quanti danno diritto privilegi speciali in caso la società emittente diventi oggetto di un'offerta pubblica d'acquisto.

L'adozione di una poison pill è generalmente considerata come la tattica più efficace per respingere un'offerta pubblica d'acquisto quando quest'ultima non è richiesta, quindi considerata "ostile". Tuttavia, non risulta immediato verificarne l'effetto inibitorio, in quanto si tratta di una strategia la cui adozione è naturalmente endogena.

Le poison pills sono spesso oggetto di una rigida supervisione da parte delle autorità garanti: sono malviste in quanto scendono facilmente a contrasto con la passivity rule. Di fatto, i managers devono essere abili a rendersi conto che

la società da lì a breve potrà essere oggetto di un'o.p.a., e quindi attuare tempestivamente queste misure difensive prima dell'inizio della stessa.

Questo strumento, molto discusso e controverso, quando viene utilizzato rischia di danneggiare sia l'offerente che l'obiettivo. Il primo può trovarsi a fronteggiare scenari di eccessiva onerosità causati dall'adozione della strategia difensiva. Il secondo è fortemente esposto al rischio di rimanere "intrappolato" nel controllo della gestione corrente. (legge 266/2005, art.1 commi 381-384)

Per quanto concerne l'utilizzo di questo strumento nelle società partecipate dallo stato, o in società che operano in settori considerati strategici per l'economia nazionale, dal 2006 con l'introduzione della nuova legge finanziaria è stata conferita la facoltà alle società precedentemente elencate di emettere azioni e strumenti finanziari che garantiscono il diritto a fare richiesta per ottenere azioni di nuova emissione con diritto di voto. Risulta essere questo quindi, il primo strumento regolato dall'ordinamento italiano che permette di bloccare tentativi di acquisizione della società tramite offerte pubbliche d'acquisto non pattuite con gli amministratori della società stessa (sono definite in questo modo le cosiddette "scalate ostili").

In conclusione, seppur con mezzi diversi, la poison pill si prefigge lo stesso obiettivo della golden share. (legge 266/2005, art.1 commi 381-384) Con l'espressione "golden share" si fa riferimento a quell'istituto giuridico che conferisce ad un azionista il potere di apporre un veto su determinate operazioni societarie e su variazioni dello statuto.

Generalmente però quando ci si riferisce alla golden share si vuole intendere quel pacchetto azionario che resta nelle mani del governo in seguito ad una privatizzazione o ad una vendita di quote capitale di una società pubblica.

Questo pacchetto azionario conferisce allo stato poteri di carattere speciale.

In conclusione, la poison pill, in caso di o.p.a. ostile relativa ad una società partecipata dallo Stato, permette di autorizzare un aumento di capitale, grazie

al quale l'azionista pubblico può ampliare la propria quota di partecipazione neutralizzando il tentativo di scalata. (Pezard e Brook, 1995)

3. Evoluzione storica dello strumento

Nel campo delle fusioni e delle acquisizioni, le poison pills sono state introdotte nei primi anni '80 come mezzo per impedire all'offerente di negoziare il prezzo per la vendita delle azioni direttamente con gli azionisti stessi, e quindi obbligarlo a contrattare con il consiglio d'amministrazione.

Il primo in assoluto a farne utilizzo nel 1982, ritenuto il vero inventore di questo strumento, fu l'avvocato Martin Lipton, che si occupava di contrastare operazioni di corporate raiding. (Davis, 1991)

I corporate raider sono investitori, i quali generalmente dispongono di grosse somme di denaro, vantano fidi o crediti a tassi di interesse ridotti, che acquistano ingenti quantitativi di azioni in una società le cui attività risultano essere sottovalutate. Dopo l'acquisizione, la grande quota di capitale controllata dal raider, gli garantisce diritti di voto rilevanti, che gli permettono di poter controllare l'attività aziendale e decidere le sorti della società stessa, tanto da poter provocare grandi cambiamenti tanto nella leadership, quanto nella gestione e nella politica aziendale. Tutto ciò fa lievitare il valore delle azioni, provocando un significativo guadagno per il raider.

Le azioni che vengono acquistate dai raider, sono solitamente di aziende in difficoltà, spesso molto indebitate, e il raider cerca o di ristrutturarle, o di smembrarle se risulta troppo onerosa la prima operazione. (Walsh, 1993)

La grossa somma di denaro a disposizione dei raider spesso proviene anche dall'emissione di obbligazioni denominate "junk bond" che consistono in

titoli obbligazionari caratterizzati da un alto rischio di insolvenza e che a sua volta mostrano un elevato rendimento atteso.

Queste obbligazioni sono classificate dalle agenzie di rating come “speculative grade bond” , e il loro voto corrisponde a Baa per Moody’s, e BBB per Standard and Poor’s. (Hurduzeu - Popescu, 1991)

I raider possono utilizzare varie tattiche per provocare i cambiamenti desiderati. Una delle classiche azioni è quella di usare il proprio potere di voto per influenzare o addirittura cambiare il management, se quest’ultimo non persegue gli interessi del raider. Un’altra azione tipica del raider è quella della ricerca di informazioni segrete, che gli permettono di ottenere un vantaggio consistente nel momento del lancio dell’o.p.a., che avviene soltanto nel momento in cui è certo di poter acquisire la maggioranza della società. Il raider di solito non compie mai un’azione di questo tipo, per poi rimanere azionista di minoranza.

Sebbene il raider possa compiere operazioni che apparentemente sembrano in linea con gli interessi della società, i suoi reali interessi sono strettamente personali, egli si occupa generalmente più di soddisfare gli istituti creditizi che pensare alla mission aziendale. (Walsh, 1993)

Le aziende hanno quindi adottato una serie di strategie per bloccare i raider, quali i voti di super maggioranza, i consigli d’amministrazione sfalsati, paracaduti d’oro e soprattutto le poison pills. Queste ultime risultano lo strumento più adatto per contrastare i raid aziendali, la loro diffusione infatti si deve principalmente ad uno dei più noti raider della storia, Carl Icahn, business man americano, presidente e fondatore della “Icahn enterprise”. Le sue modalità di agire risultavano essere sempre molto simili: egli aggrediva una compagnia, la quale veniva costretta o ad una scissione o ad eleggere un nuovo c.d.a che si preoccupasse delle proprie esigenze, o ancora realizzava guadagni obbligando a cedere attività alla società colpita.

La dinamica dei raid è sempre la medesima: il primo passo è il rastrellamento di azioni, fino ad accumulare una quota sempre più significativa, tanto da raggiungere una percentuale così estesa che per il cda non è possibile non interloquire con lui, qui gli scenari che si vengono a creare sono due: o gli vengono aperte le porte del cda, o continua ad acquistare azioni. Per resistere a questi raid, negli anni '80 come già detto, vennero introdotti questi strumenti il cui obiettivo era sempre lo stesso: aumentare il numero di azioni in circolazione, attraverso un aumento di capitale in maniera da rendere sempre più caro il takeover. (Bierman, 2005)

La legittimità della poison pills è rimasta a lungo discussa, soprattutto nei primi periodi in cui veniva fatto uso. Gli ordinamenti dei vari paesi si sono schierati in maniera differente: gli Stati Uniti, nel 1985 le hanno accettate come lecito strumento di difesa mentre, in un paese come il Regno Unito le pillole sono state genericamente vietate dal PTM (panel on takeovers and mergers), e gli interessi degli azionisti vengono difesi da questo ultimo secondo una logica caso per caso. La proibizione della pillola, ha però risvolti negativi, in quanto permette ai raiders di avere la meglio nelle contese di prezzo durante le offerte ostili.

In Europa invece si è ancora molto distanti da un'accurata regolamentazione sulle acquisizioni, in quanto gli Stati membri si stanno gradualmente uniformando ai requisiti dettati dalla Commissione europea. Oltretutto in Europa non è molto diffuso l'utilizzo di poison pills, piuttosto i governi detengono spesso "golden shares" in società operanti in settori determinanti quali i monopoli naturali, le compagnie energetiche e quelle di trasporto.

I governi si sono recentemente serviti delle pillole come minaccia ai potenziali acquirenti delle "società strategiche" sopra citate, annunciando un irrigidimento delle normative se avessero proseguito con il tentativo di acquisizione. Un caso emblematico, fu il comportamento del governo

spagnolo dopo che E.on, la principale società energetica Tedesca aveva lanciato un'o.p.a. per tentare di acquisire il controllo di Endesa, la più importante compagnia energetica in Spagna. Il governo infatti, adottò nuove normative sull'acquisizione di compagnie elettriche, per cercare di favorire l'acquisizione del controllo da parte di Enel assieme alla sua alleata spagnola Acciona. E.on non ha potuto far altro che camuffare un ritiro volontario ed accertare il fallimento della propria o.p.a., accontentandosi di ottenere un accordo con il gruppo italiano dove rilevava alcune compagnie minori e singole centrali elettriche fino ad allora controllate dalla Endesa. Questo accordo per Enel si rivelò tutto sommato indolore, in quanto si trattava di proprietà che avrebbe comunque dovuto scindere, per ragioni di anti-trust. L'epilogo di questa vicenda, vide sicuramente grande soddisfazione da parte di Enel, la quale allargava i propri orizzonti all'estero, dato che in Italia è impossibilitata ad espandersi in quanto ex monopolista, ed anche della Endesa stessa, la quale temeva di essere inglobata dal colosso tedesco. (Noon, 2007)

L'ultimo ordinamento che verrà analizzato sarà quello Canadese, che si pone esattamente a metà tra quello statunitense e quello britannico, in cui le pillole funzionano nella modalità in cui un'offerente intenzionato ad acquisire una società, possa rilevare quest'ultima conformandosi ai requisiti di un'offerta consentita, senza che questo provochi l'azionamento di un piano "flip-in" (vedremo nel prossimo paragrafo in cosa consiste un piano cosiddetto di capovolgimento). Le poison pills in Canada sono rese più deboli anche dal potere in mano all'acquirente, che può richiedere al regolatore che la pillola venga rovesciata. Questo accade solitamente, quando i regolatori vogliono far decidere agli azionisti se vogliono presentare o meno un'offerta per la società. La prassi più comune, al contrario, prevede che la compagnia è generalmente autorizzata a far durare l'offerta abbastanza a lungo per creare le condizioni di un'asta, al fine di ricercare un "cavaliere bianco".

Il “cavaliere bianco” è un’altra delle tipiche difese da un’offerta ostile. Si verifica, quando gli amministratori di una società, dopo che quest’ultima è risultata essere oggetto di un’o.p.a., pur senza l’autorizzazione dell’assemblea, invitano esplicitamente soggetti esterni, ovvero le cosiddette “società amiche” , ad avanzare offerte concorrenti con l’o.p.a. iniziale. Tutto questo serve a scatenare un’asta competitiva intorno alle azioni della società bersaglio, facendo così lievitare il prezzo di queste ultime. Nel caso in cui, la società “amica” riesca ad acquisire un ampio pacchetto azionario, il raider, vedrà sfumare la possibilità di scalare la società bersaglio. (Campobasso, 2015)

4. Ambiti di applicazione e tipologie di strumenti

In questo paragrafo saranno analizzate le varie modalità di utilizzo degli strumenti citati.

Le società sono solite fissare un tetto massimo per la percentuale di quote acquistabili da un nuovo investitore, e nel caso quest’ultimo dovesse superare la soglia, scattano automaticamente le contromisure. (Davis, 1991)

Esistono cinque principali tipologie di difesa tramite poison pill:

- *Piano di azioni privilegiate*: Con questo metodo, che veniva impiegato prevalentemente prima del 1984, la società distribuisce un dividendo composto da azioni privilegiate convertibili ai suoi azionisti. Gli azionisti privilegiati votano con la stessa modalità degli azionisti ordinari ed anche a loro hanno diritto ad un voto per ogni azione posseduta. Il dividendo azionario ordinario, viene in parte ridotto per controbilanciare il costo del dividendo privilegiato. L’ammontare del

dividendo privilegiato è fissato alquanto più alto rispetto al dividendo ordinario, pertanto gli investitori sono incentivati a mantenere il privilegiato piuttosto che convertirlo in uno ordinario. I titoli privilegiati possono essere riscattati dalla società emittente, ma soltanto per un importo predeterminato, e dopo un periodo di tempo prolungato. Le caratteristiche distintive delle azioni privilegiate si manifestano quando un investitore esterno, acquista un quantitativo consistente del capitale azionario della società. Nel momento in cui si verifica questo evento, i titolari di azioni privilegiate hanno il diritto di richiedere alla società di vedersi rimborsate queste ultime prima che l'investitore che sta tentando la scalata riesca a fondere la società con un'altra. Nella richiesta di rimborso, al titolare di azioni privilegiate spetta un importo pari al maggiore tra il prezzo più alto pagato dallo scalatore per le azioni privilegiate acquistate durante l'anno passato, e il prezzo più alto che, lo stesso scalatore ha pagato per ogni azione ordinaria acquistata durante l'anno precedente, moltiplicato per il rapporto di conversione.

Se lo scalatore riesce a fondersi con la società bersaglio, il diritto del detentore di azioni privilegiate di ottenere un rimborso cessa. Tuttavia, anche se la società obiettivo viene fusa o riorganizzata o viene trasferita una delle sue attività principali, egli ha diritto a vedere scambiate le sue azioni privilegiate con titoli equivalenti della società acquirente. Peraltro il nuovo rapporto di conversione del piano azionario privilegiato, è protetto interamente dalla società acquirente che lo crea. Esso risulta così formato: al numeratore, importo per il rimborso, calcolato come è stato già definito a inizio pagina, e al denominatore il minore tra il prezzo di mercato delle azioni ordinarie della società acquirente il giorno della trasformazione, e tra il giorno in cui è stata perfezionata l'acquisizione. In sintesi, le azioni privilegiate

possedute, possono essere convertite in azioni ordinarie della società acquirente, ad un valore di mercato complessivo non inferiore al prezzo di rimborso.

Il consiglio d'amministrazione della società emittente può modificare il piano privilegiato in relazione ad un accordo di fusione ma solo se non è presente lo scalatore, quindi il piano privilegiato non impedisce al c.d.a. di negoziare i termini per un'acquisizione amichevole, a condizione che l'offerta non sia stata preceduta da un sindacato di blocco. Se l'acquirente riconosce la presenza del sindacato di blocco, il c.d.a. non può più modificare il piano azionario privilegiato. Ogni modifica della clausola deve essere approvata da almeno l'80% dei detentori di azioni privilegiate. (Malatesta e Walkling, 1987)

- *Piani flip-over:* In un piano flip-over (detto anche piano di "capovolgimento"), la società dichiara un dividendo azionario sotto forma di diritto ad acquistare alcune classi di titoli propri, generalmente azioni ordinarie. Il prezzo di esercizio di questi diritti è posto ben al disopra del prezzo di mercato del titolo sottostante. Questi diritti non possono essere esercitati fino a 10 giorni, ma talvolta anche di più, dopo che l'acquirente ha ottenuto, o presentato un'offerta, per un sindacato di blocco delle azioni ordinarie della società. La quantità minima per attivare i diritti, varia di piano in piano, generalmente è compresa tra il 20% e il 30% delle azioni ordinarie, ma in tutti i casi essa comprende meno della metà del capitale con diritto di voto della società. Dopo che i diritti diventano esercitabili, vengono distribuiti i certificati di questi ultimi, e soltanto da questo momento le azioni ordinarie e i diritti possono essere negoziati separatamente. I diritti possono essere riscattati a una cifra molto contenuta dalla società emittente fino al momento in cui diventano esercitabili, e nel caso in

cui un acquirente si fonde con la società, i titolari di diritti “flip-over” sono autorizzati a comprare azioni della stessa con un ingente sconto sul prezzo di mercato, tipicamente intorno al 50%. La clausola flip-over qui descritta, rende estremamente costosa la fusione con la società acquirente, che però potrebbe tranquillamente controllare la società obiettivo acquistando un ingente quantitativo di azioni senza giungere alla fusione con quest’ultima, e le attività della società obiettivo potrebbero essere trasferite a quella acquirente se quest’ultima lo richiede.

Ne la semplice clausola flip-over ne la clausola auto assicurativa flip-in possono impedire all’acquirente di controllare la società obiettivo e di espellere il suo management. Un soggetto determinato ad acquisirne il controllo, potrebbe semplicemente attendere la scadenza della poison pill (che di solito si aggira intorno ai 10 anni) prima di fondersi con la società. Questa tattica diventa molto costosa se tra i diritti compare una clausola flip-in. (Malatesta e Walkling, 1987)

- *Piani flip-in:* Questa clausola ha lo stesso effetto di un piano azionario preferito, essa consente a tutti gli azionisti (tranne l’acquirente ovviamente) di acquistare un quantitativo di azioni a sconto se appunto l’acquirente ottiene uno stock di capitale superiore ad un certo importo stabilito nel contratto (generalmente intorno al 50%). L’utilizzo di questa pillola avvelenata causa un ingente perdita all’acquirente in quanto il valore delle azioni target diminuisce. (Ruback, 1987)
- *Piani di back-end:* I piani di back end sono il secondo tipo più comune di pillola avvelenata. Sono così denominati perché cercano di inserire un prezzo minimo sul back end di un’offerta a due livelli. Come i piani flip-over, anche questi offrono un diritto sui dividendi, e sono

equiparabili anche in materia di esercitabilità, separabilità, e riscatto dalle azioni ordinarie, infatti se un'acquirente ottiene un blocco considerevole di azioni della società che adotta la clausola, i diritti diventano esercitabili. Questi consentono ai titolari, di scambiare azioni ordinarie con altri titoli "senior" o contanti, equivalenti a un prezzo di back-end stabilito dal c.d.a. e specificato nell'accordo relativo ai diritti. Il diritto cessa soltanto se l'acquirente offre di rilevare tutte le rimanenti azioni per un corrispettivo non inferiore al prezzo di back-end specificato. (Malatesta e Walkling, 1987)

- *Piani di voto*: I piani di voto sono l'ultima tipologia osservata di poison pills, ed anche la più semplice, consistono nell'emissione di azioni con diritti di voto superiori a quelli di azionisti comuni e sono di fatto progettati per evitare che una singola parte ottenga il controllo dei voti della società che adotta il piano. Inoltre con questo piano, viene indetto un dividendo per le azioni privilegiate. (Malatesta e Walkling, 1987)

Infine, è importante aggiungere che ogni poison pill può essere emesso dal cda come opzione (contratto che conferisce al possessore il diritto ad acquistare, nel caso di una call, o vendere, nel caso di una put un'attività sottostante ad un determinato prezzo e ad una determinata scadenza) o come warrant (titolo che dà diritto al possessore di acquistare le azioni sottostanti della società emittente ad un prezzo denominato di esercizio fino alla data di scadenza) e può essere revocata soltanto a discrezione del CdA stesso. (Saunders, 2015)

5. Conclusioni

Alla fine di questo primo capitolo, appare immediato che le poison pills, non sono altro che piani per i diritti degli azionisti, e sono considerate come un piano di difesa di acquisizione a tutti gli effetti. Risultano essere molto discusse, sono state addirittura dichiarate come dannose per la società che le adotta, in quanto tendono a perpetuare la gestione esistente, e impediscono di avere un mercato attivo per il controllo aziendale. Questi diritti e privilegi, rendono più difficile ottenere il controllo della società emittente, senza l'aiuto del management interno. Legato a questo aspetto è facile notare che conferire agli amministratori il potere di dissuadere le acquisizioni li mette in condizione di arricchirsi in quanto potrebbero chiedere un compenso per evitare di acconsentire all'acquisizione stessa.

In sintesi lo scopo principale di questi piani è quello di emettere nuove azioni, attraverso generalmente un aumento di capitale, dove vengono offerte ad un prezzo vantaggioso agli azionisti esistenti, in modo da diluire le partecipazioni del soggetto acquirente e rendere più complesso ottenere il controllo della società.

CAPITOLO 2

“Diffusione e utilizzo dello strumento”

1. Introduzione

In questo secondo capitolo, il tema centrale sarà l’analisi dei vari strumenti illustrati in precedenza nella loro evoluzione e diffusione negli anni. Si seguirà una linea del tempo virtuale nell’analisi, infatti nel secondo paragrafo sono valutati principalmente casi accaduti tra gli anni ’80 e ’90, periodo iniziale della diffusione di questo strumento, mentre nel terzo paragrafo sono stati esaminati dati molto recenti.

Più precisamente nel secondo paragrafo saranno analizzati alcuni dati raccolti tramite diverse fonti per poter analizzare come le poison pills sono state utilizzate negli anni e soprattutto evidenziare quali sono state le tipologie preferite dagli azionisti per perseguire i propri interessi.

Nel terzo paragrafo, saranno illustrati principalmente dati raccolti sulla piattaforma SharkRepellent riguardanti società statunitensi, saranno valutati inizialmente i tassi di rinnovo che negli anni le pillole hanno registrato, ed in seguito i vari trend di utilizzo delle pillole nelle sue diverse utilità, a seconda dell’interesse da tutelare o dall’evento da cui difendersi.

L’analisi si servirà anche dell’utilizzo di grafici e tabelle per illustrare al meglio, anche visivamente i risultati della ricerca.

2. Statistiche di mercato sugli utilizzatori dello strumento

Nella tabella riportata si può osservare come è cambiata la distribuzione dell'utilizzo delle varie tipologie di strumenti elencati nel capitolo precedente riguardanti 132 aziende che avevano annunciato di tutelarsi tramite l'utilizzo di poison pill tra il 1982 e il 1986.

Tipologia di poison pill	Numero di comunicati per periodo				
	12/1982-12/1983	1/1984-12/1984	1/1985-12/1985	1/1986-3/1986	Totale: 12/1982-3/1986
Piani azionari privilegiati	5	0	0	0	5
Piani di back-end	0	1	7	0	8
Piani di voto	0	0	3	0	3
Piani flip-over senza capovolgimento	0	6	24	40	70
Piani flip-over con capovolgimento	0	0	5	41	46
Totale	5	7	39	81	132

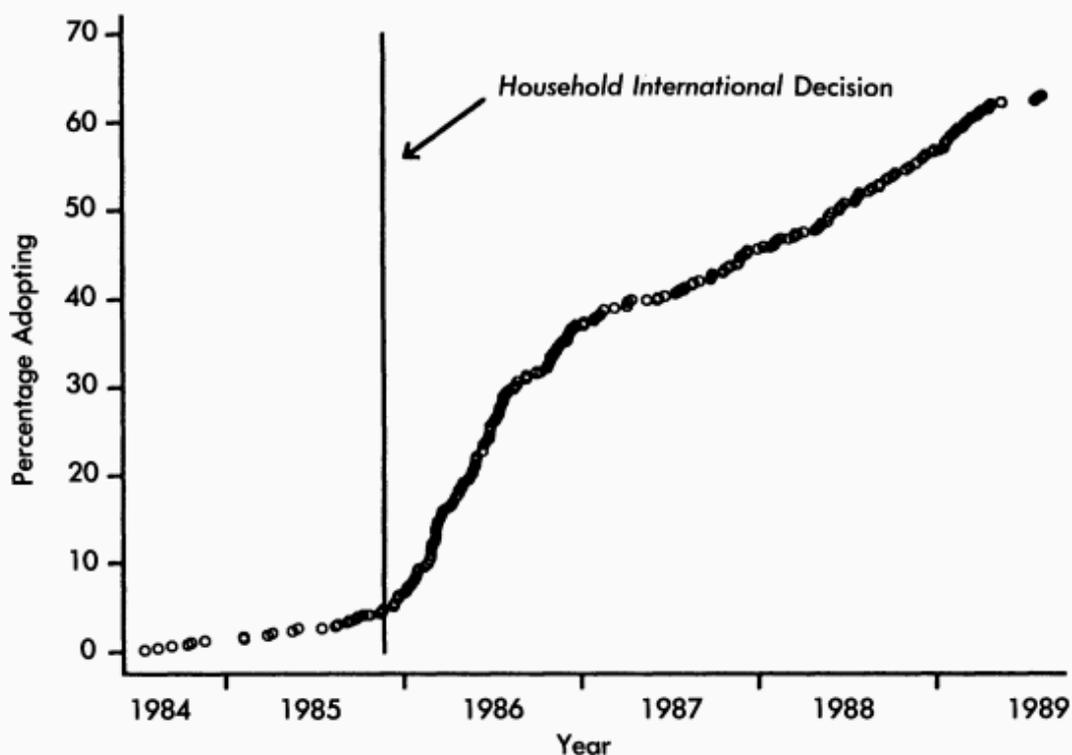
(P. Malatesta – R. Walkling, 1987)

I dati raccolti nella tabella precedente, provengono principalmente da informazioni raccolte da fonti primarie ottenute tramite la corrispondenza con

le società stesse, quali gli accordi sui diritti, i certificati di piani azionari privilegiati e prospetti inoltrati agli azionisti per definire le varie caratteristiche delle poison pills. Soltanto in sedici casi non è risultato possibile ottenere questo tipo di documenti, e l'analisi si è stata affidata ad articoli di riviste scientifiche e finanziarie, che già avevano trattato sul tema. È molto semplice evincere dalla tabella, che la diffusione delle poison pills ha registrato una crescita significativa dopo il 1985, fino ad allora soltanto 12 società avevano adottato la pillola avvelenata. Questo trend è andato sempre più a crescere, vedendo nel primo trimestre del 1986 addirittura raddoppiare il numero di società che utilizzavano la pillola rispetto all'intero anno precedente. (P. Malatesta – R. Walking, 1987)

È inoltre immediato notare che i piani flip – over sono nettamente i più diffusi. Questo boom è dovuto maggiormente al fatto che la Corte suprema del Delaware ha confermato il 19 Novembre 1985 una sentenza già pronunciata lo scorso Gennaio, che ha legittimato l'adozione della pillola da parte del consiglio d'amministrazione della "Household International" pur senza l'approvazione degli azionisti, a patto che la società in quel momento non fosse minacciata da un tentativo d'acquisizione. La poison pill in questione utilizzata dalla "Household international" risultava essere un piano flip – over, infatti sempre dalla tabella si può notare come tutte le poison pills adottate dopo quella data, risultano essere piani flip – over.

Di seguito, un grafico che illustra la percentuale di adozione delle poison pills prima e dopo la sentenza sulla "Household International".



(G.F. Davis, 1991)

L'adozione della pillola da parte delle società prima del Novembre '85 risultava anomala, data la situazione di ambiguità dal punto di vista legale, infatti soltanto il 5% delle società quotate avevano una poison pill, ma nell'anno successivo alla pronuncia della sentenza, oltre il 35% ne aveva messa in atto una. Il trend è andato sempre più a crescere negli anni, tanto che nel 1989 risultavano essere più del 60% le società quotate ad aver adottato questa strategia.

Un altro dato significativo, riguarda il fatto che circa la metà delle società che avallarono una poison pill prima della sentenza di Household, erano in quel momento minacciate da un'acquisizione ostile, mentre dopo la decisione della Corte Suprema, soltanto due società hanno adottato pillole a seguito di un'offerta pubblica d'acquisto ostile, e altre tre la misero in atto in risposta ad un'offerta imminente.

Questo significa, che la maggioranza delle società che hanno adottato una poison pills dopo il Novembre '85 lo ha fatto in linea con quella che fu la sentenza della Household, pertanto le poison pills erano passate da essere considerate un mezzo difensivo al limite della legalità, ad un vero e proprio strumento di corporate governance.

La legalizzazione della poison pill non fu certamente accolta con entusiasmo da tutti i soggetti: investitori istituzionali come il sistema pensionistico degli impiegati pubblici della California e altri affiliati al Consiglio degli investitori istituzionali si opposero all'adozione delle pillole in società in cui detenevano azioni e hanno presentato diversi voti per delega per ottenere il riscatto delle azioni o il voto degli azionisti stessi. Essi sostenevano che questi strumenti spogliavano gli azionisti dei loro diritti, e soprattutto mettevano fortemente a rischio la contendibilità societaria. (Davis, 1991)

La reazione media del mercato azionario agli annunci di poison pills è positiva se nel CdA della società vi è una maggioranza di amministratori esterni, al contrario è negativa se la maggioranza degli amministratori è interna. La probabilità che una contesa sul controllo successivo sia associata ad una vendita all'asta è correlata positivamente al numero di managers esterni presenti nel consiglio. (Brickley, 1993)

La presenza di amministratori esterni è un metodo che aiuta a controllare i problemi di agenzia tra questi ultimi e gli azionisti, e le prove suggerirebbero che i manager esterni tutelano gli interessi degli azionisti. Tuttavia, questo è un dibattito aperto perché alcuni autori affermano che la preoccupazione di godere di una buona reputazione e l'eventualità di ritorsioni legali, motivano gli amministratori esterni a tutelare gli interessi degli azionisti, altri invece sostengono che gli amministratori esterni saranno più facilmente allineati al top management rispetto agli azionisti in quanto quest'ultimo ha una grossa influenza su chi siede nel consiglio d'amministrazione, ma soprattutto gli

amministratori esterni di solito detengono un quantitativo insignificante di azioni della società.

Le poison pill risultano particolarmente interessanti per questo tipo di analisi perché hanno il potere sia di avvantaggiare che danneggiare gli azionisti e sono adottate dal consiglio d'amministrazione senza il voto degli azionisti. In questo momento nell'analisi vengono poste due ipotesi: se gli amministratori esterni tutelano veramente gli interessi degli azionisti, la probabilità di danneggiarli tramite l'utilizzo di una pillola diminuirebbe con la presenza dei primi nel consiglio e poiché il mercato può osservare la struttura del consiglio, questa conseguenza sarà riflessa nella reazione iniziale del prezzo delle azioni all'annuncio della poison pill.

In contrapposizione a quanto detto, se gli amministratori esterni non rappresentano gli interessi manageriali, la probabilità di adottare una poison pill per danneggiare gli azionisti, non sarà alterata dal numero di amministratori esterni presenti nel CdA.

Statisticamente, viene registrata una relazione positiva tra la reazione del mercato azionario all'annuncio di adozione di una poison pill e il numero di amministratori esterni nel consiglio d'amministrazione. Un altro dato significativo si evince dalla reazione media positiva delle quotazioni azionarie agli annunci delle pillole quando il CdA è controllato da amministratori esterni, mentre questo dato diventa significativamente negativo quando non lo è.

Allo stesso modo, nelle società che hanno adottato poison pills, la possibilità che la contesa per il controllo sia correlata ad un'asta competitiva tra offerte concorrenti è maggiore quando il consiglio è controllato da amministratori esterni.

Tutti questi risultati, sono coerenti con l'ipotesi che gli amministratori esterni, tutelano gli interessi degli azionisti. (Brickley, 1993)

I dati raccolti suggeriscono che l'adozione alla poison pill trasmette al mercato almeno due tipi di informazioni: La prima, è la buona notizia che il consiglio di amministrazione ritiene che un'acquisizione sia più probabile.

Alcune aziende potrebbero però adottare una poison pill preventivamente per scoraggiare le acquisizioni, riducendo la possibilità di un'offerta pubblica d'acquisto, ma le statistiche mostrano sorprendentemente che è più probabile ricevere un'o.p.a. per le società che utilizzano questi strumenti rispetto alle altre. Inoltre, le statistiche di mercato mostrano che questa maggiore probabilità di acquisizione si riflette nella reazione del mercato azionario alle poison pills.

La seconda informazione trasmessa al mercato, è la cattiva notizia che il CdA è più propenso ad opporsi all'offerta, conseguenza suggerita dalla documentata reazione del mercato azionario alle pillole avvelenate in determinati periodi di tempo. Dati questi potenziali effetti informativi, ora saranno analizzate due ipotesi alternative sul ruolo degli amministratori esterni:

- L'ipotesi dell'interesse del management sostiene che gli amministratori esterni sono controllati da membri interni, e quindi non risulta esserci una distinzione netta tra le due diverse classi di amministratori. Secondo questa ipotesi, non c'è nessuna relazione sistematica tra la composizione del consiglio d'amministrazione, e la reazione del mercato azionario all'adozione di una pillola.
- La seconda ipotesi invece, è quella dell'interesse dell'azionista: questa sostiene che gli amministratori esterni tutelano gli interessi degli azionisti. In base a quest'altra ipotesi, ogni volta che il consiglio d'amministrazione ha una maggioranza di amministratori esterni, la reazione del mercato azionario alle poison pills è positiva. Vi è una buona notizia ovvero che un'acquisizione è più probabile e

non ce ne sono di cattive dal momento che la borsa sa che il CdA è allineato con gli azionisti e userà la poison pill nel solo caso di una contesa per il controllo, e soltanto per estrarre il prezzo massimo dall'offerente. Al contrario, quando gli amministratori esterni detengono meno della metà dei posti disponibili nel consiglio, è improbabile prevedere come il mercato azionario reagirà ad un'offerta pubblica d'acquisto, in questa fattispecie specifica le informazioni positive riguardanti la maggiore probabilità di un'acquisizione potrebbero essere perfettamente bilanciate dalle informazioni sfavorevoli che i managers potrebbero rischiare di trincerarsi.

Il dato significativo emerso da queste ipotesi, è la differente reazione del mercato alle adozioni, che varia in base alla percentuale di amministratori esterni. I consigli di amministrazione che agiscono per rafforzare il potere degli amministratori, utilizzano le poison pills per far fallire le offerte di acquisizione, mentre quelli che agiscono per promuovere gli interessi degli azionisti usano le poison pills per far aumentare il valore dell'offerta, pertanto sia la probabilità di acquisizione che i prezzi di offerta previsti sono più alti per le aziende che adottano poison pills a tutela degli azionisti, che quelle che le utilizzano per consolidare i managers.

Secondo l'ipotesi dell'interesse del management analizzata sopra, l'uso delle poison pills non dovrebbe variare con la composizione del consiglio d'amministrazione, alcuni consigli potrebbero utilizzarle per ottenere offerte migliori (quando i managers preferiscono l'acquisizione) mentre altri potrebbero utilizzarle per sconfiggere le offerte, ma è improbabile che l'uso delle poison pill come osservato, vari a seconda della percentuale di amministratori esterni nel board. In antitesi con questa ipotesi c'è quella dell'interesse dell'azionista, la quale appunto sostiene che la probabilità

dell'utilizzo di una poison pill a vantaggio degli azionisti aumenta all'aumentare degli amministratori esterni nel consiglio.

Un esempio a supporto di questa ipotesi: quando un consiglio ha più del 50% di amministratori esterni, tutte le pillole saranno utilizzate a tutela degli azionisti, mentre se la soglia scende al di sotto di questa percentuale, è più probabile che il consiglio utilizzi queste pillole per rafforzare la posizione dei managers. Questa seconda teoria dunque prevede che sia la probabilità di acquisizione che il prezzo previsto per l'offerta, aumentino all'aumentare del numero di amministratori esterni nel consiglio d'amministrazione. (Brickley, 1993)

Gli studi condotti da Malatesta, Walking e Ryngaert, hanno sottolineato che la reazione negativa del prezzo delle azioni all'adozione della poison pill, è coerente con l'ipotesi del trinceramento manageriale. Studi più recenti invece, come quelli di Comment e Schwert (1995) documentano una reazione del prezzo lievemente negativa, ma del tutto insignificante rispetto all'annuncio della pillola. Essi mostrano come queste misure anti-acquisizione, sono associate a premi di acquisizione più alti per gli azionisti target, ciò indica un sostanziale aumento del loro potere contrattuale nei confronti dell'offerente, quindi l'adozione di una poison pill ha il potere di danneggiare o avvantaggiare gli azionisti a seconda se gli amministratori si oppongono o meno alle successive offerte di acquisizione.

Nello studio di Comment e Schwert è evidenziato come gli obbligazionisti subiscano una notevole perdita di ricchezza all'annuncio dell'adozione della pillola, mentre l'impatto per gli azionisti risulta quasi insignificante. Questo accade perché generalmente l'annuncio di una poison pill è un segnale anticipatore di una potenziale minaccia di acquisizione, che di solito comporta un aumento della leva finanziaria. L'analisi condotta rivela che maggiore è l'aumento della leva finanziaria della società nel periodo post – adozione della pillola, maggiore risulta essere l'effetto ricchezza di segno negativo

sugli obbligazionisti. Questo risultato significa che gli obbligazionisti sono in grado di anticipare correttamente il livello di aumento della leva finanziaria al momento dell'annuncio. (Comment e Schwert, 1995)

La tabella sottostante presenterà la reazione del prezzo delle obbligazioni agli annunci dell'adozione di poison pills effettuate su 91 obbligazioni campione.

Event day	Excess return	z-statistic	CER	% Neg
-10	0.105	0.919	0.105	64.84
-9	-0.059	-0.511	0.046	72.53
-8	-0.043	-0.390	0.003	72.22
-7	-0.065	-0.571	-0.062	69.23
-6	-0.031	-0.274	-0.093	67.95
-5	-0.179	-1.506	-0.272	76.06
-4	-0.177	-1.550	-0.448	74.03
-3	-0.117	-1.016	-0.566	72.00
-2	-0.097	-0.847	-0.663	73.68
-1	-0.149	-1.342	-0.812	75.31
0	-0.355 ***	-3.178	-1.167	87.91
+1	-0.319 ***	-2.802	-1.486	86.81
+2	-0.074	-0.643	-1.560	71.26
+3	0.110	0.984	-1.450	63.22
+4	0.018	0.160	-1.432	67.82
+5	0.020	0.180	-1.412	67.82
+6	0.006	0.050	-1.406	65.52
+7	-0.048	-0.427	-1.454	70.11
+8	-0.124	-1.084	-1.578	73.56
+9	0.067	0.580	-1.511	66.67
+10	0.000	-0.004	-1.511	69.97

(Iskandar – Datta, 1996)

Il rendimento medio in eccesso delle obbligazioni standardizzate nel giorno dell'annuncio risulta essere -0,36 %, il che è significativo al livello dell'1% ($z = -3,18$). Questo è il più alto rendimento in eccesso per tutto il periodo di tempo di 21 giorni che racchiude l'annuncio. Il rendimento cumulativo in

eccesso dei giorni 0 e +1, è pari a -0,67%, anch'esso significativo al livello dell'1%. L'intervallo del rendimento in eccesso delle obbligazioni nei due giorni precedentemente citati, varia da - 5,05% a 5,20%.

Dato che l'88% delle obbligazioni prese come campione, ha reagito negativamente il giorno dell'annuncio, si giunge alla conclusione che i risultati non sono determinati da alcuni valori anomali, e che questi dati documentano che mediamente, gli annunci dell'adozione di poison pills, hanno un impatto negativo rilevante sulla ricchezza degli obbligazionisti.

Questi ultimi, interpretano l'adozione della pillola avvelenata come un segnale premonitore di un aumento della leva finanziaria. Anticipare un aumento della leva, potrebbe essere dovuto ad un aumento delle probabilità di un'acquisizione, o ad una strategia degli amministratori per conservare un ampio controllo sulla società. (Iskandar – Datta, 1996)

3. Evoluzione dello strumento tra il 2011 e il 2015.

In questo paragrafo verrà eseguita una rassegna su dei dati raccolti sulla piattaforma SharkRepellent per illustrare come è variato l'utilizzo delle poison pills negli anni recenti e soprattutto le ragioni che spingono le società ad adottare strategie di questo tipo.

Il primo dato rilevante, risale al Settembre 2007 e riguarda il tasso di rinnovo delle pillole per le società che già ne avevano adottata una. Il lasso di tempo tra il 1996 e il 1999 era stato particolarmente prolifico dal punto di vista delle adozioni di poison pills (nel 1997 e nel 1998 nei soli Stati Uniti si sono registrate rispettivamente 455 e 620 nuove adozioni) e la durata tipica della pillola si aggirava indicativamente intorno ai 10 anni, nel 2007 molte società si sono trovate davanti alla decisione di rinnovare o meno lo strumento, 183

per l'esattezza nel 2007, e altre 276 hanno dovuto farlo entro il 2008. Per fare un paragone, nel periodo 2002 – 2003 soltanto 28 e 39 società hanno dovuto rinnovare la pillola.

Nonostante ciò, i tassi di rinnovo delle pillole sono andati costantemente a decrescere, nel 2001 oltre l'80% delle società in scadenza hanno esteso lo strumento, mentre nel 2005 il tasso è del tutto precipitato al 35%, per poi arrivare addirittura al 31% del 2006.

Il pensiero comune di quegli anni intorno alle poison pills era quello di non adottarne una, ne tantomeno rinnovarne una già esistente, fin quando non comparisse un raider a minacciare la società, pertanto la maggior parte delle società lasciò decadere le pillole. Tuttavia nel 2007 si sono registrati segnali di un'inversione di tendenza, il 19 Settembre il 37% delle società con una pillola in scadenza le aveva rinnovate, segnando un + 6% rispetto all'anno precedente.

Nella tabella sottostante vengono presentati i dati relativi alle scadenze delle pillole nel 2007 divise per i principali settori industriali e i relativi tassi di rinnovo. (Laide, 2007)

Settori industriali	Numero delle società con le poison pills in scadenza	Tasso di rinnovo
Tecnologia sanitaria	29	45,5
Finanza	28	27,8
Produzione manifatturiera	24	40
Tecnologia elettronica	13	33,3
Servizio consumatori	12	42,9
Servizi di distribuzione	10	50
Servizi tecnologici	10	16,7
Commercio al dettaglio	9	16,7
Servizi commerciali	7	60
Vario	7	75
Industrie di processo	6	25
Beni di consumo durevoli	5	33,3

(Laide, 2007)

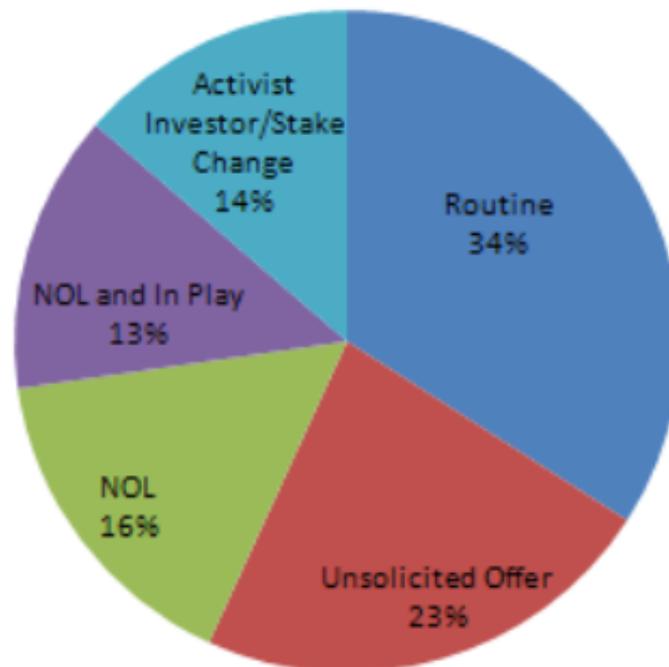
Il secondo step di questa analisi sull'evoluzione della pillola analizza le ragioni per le quali una poison pill viene adottata, ovvero viene distinta l'adozione routinaria (preventiva, in attesa che si verifichi un determinato evento) e l'adozione per uno scopo specifico.

Nelle due settimane antecedenti il 3 Agosto 2011 ben sei società statunitensi avevano adottato una poison pill per scopi specifici, tra i quali distinguiamo una risposta ad un'offerta d'acquisto indesiderata, un rapido accumulo di azioni dopo essere stati presi di mira da un investitore, la salvaguardia di una

fusione amichevole, e la protezione delle perdite operative nette portate a nuovo.

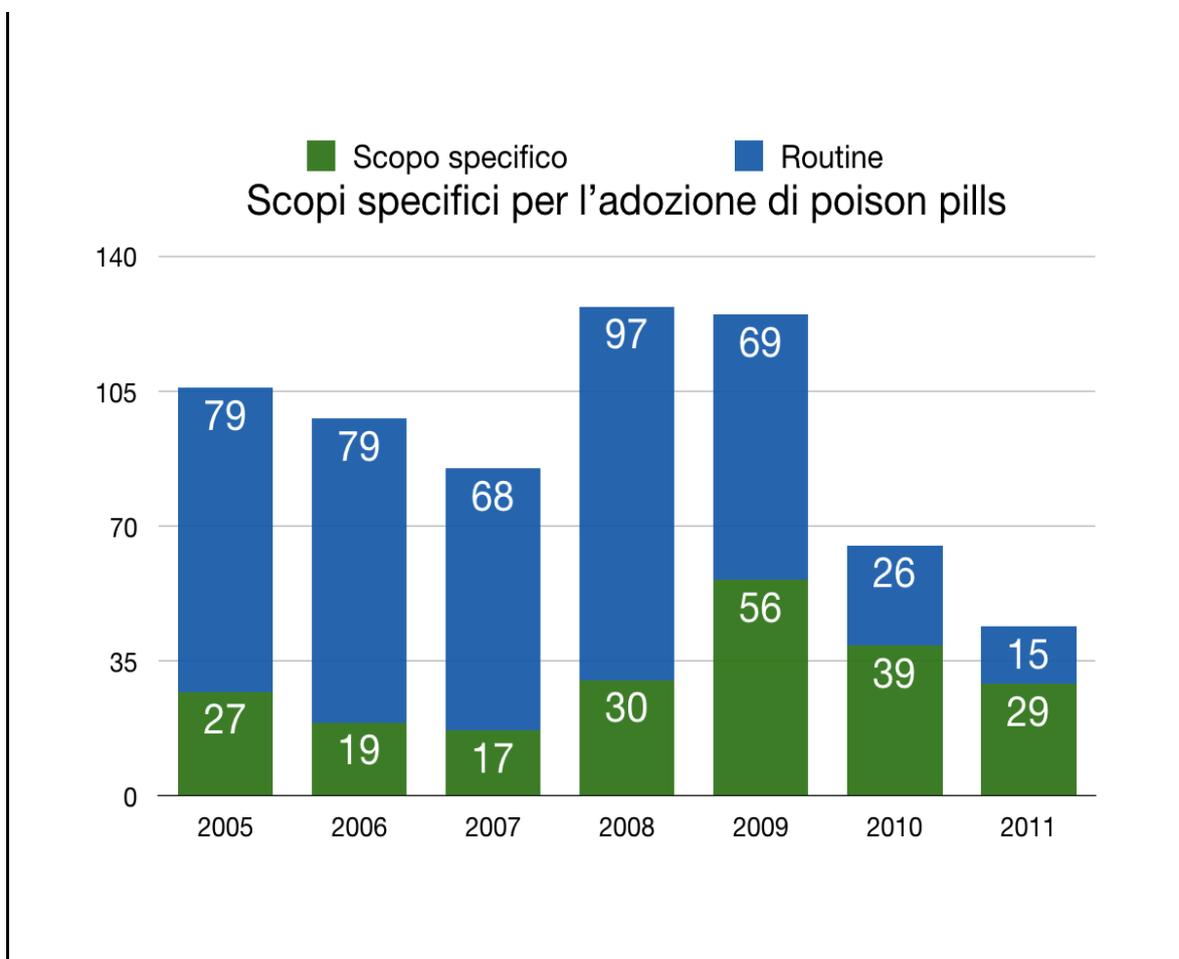
Più precisamente a partire dal 18 Luglio dello stesso anno, Clorox Company e Transatlantic Holdings inc. hanno entrambi adottato una poison pill in risposta ad un'offerta d'acquisto ostile; Breeze – Eastern Corporation e Commercial Metals company per contrastare investitori che stavano accumulando azioni, La Talbots Inc. ha annunciato l'adozione di una poison pill dopo che La Sycamore Partners ha dichiarato di aver ottenuto una partecipazione del 9,9% al capitale azionario della società e per concludere la Eastman Kodak Company ha utilizzato una Poison pill NOL (net operating loss) per preservare le sue attività fiscali che sarebbero state notevolmente compromesse nel caso in cui la società avesse subito un cambio di proprietà. Vengono presentati in un grafico a torta le percentuali delle ragioni principali che hanno condotto all'adozione della pillola. (Laide, 2011)

2011 Poison Pill Adoption Impetus



(Laide, 2011)

Gli esempi sopra elencati fanno parte di un trend decisamente più ampio che ha caratterizzato gli ultimi anni, in cui le società hanno preferito evitare le adozioni di poison pill senza un intento specifico. Negli anni precedenti diverse società statunitensi hanno utilizzato le poison pills di routine come polizze assicurative decennali, nel caso in cui la società fosse stata messa sotto attacco. La tendenza ad utilizzare poison pill a scopo specifico è andata sempre più ad aumentare negli anni, considerando che nel 2006 quasi l'80% delle adozioni era routinario, nell'Agosto 2011 due terzi delle adozioni risultava essere a scopo specifico.



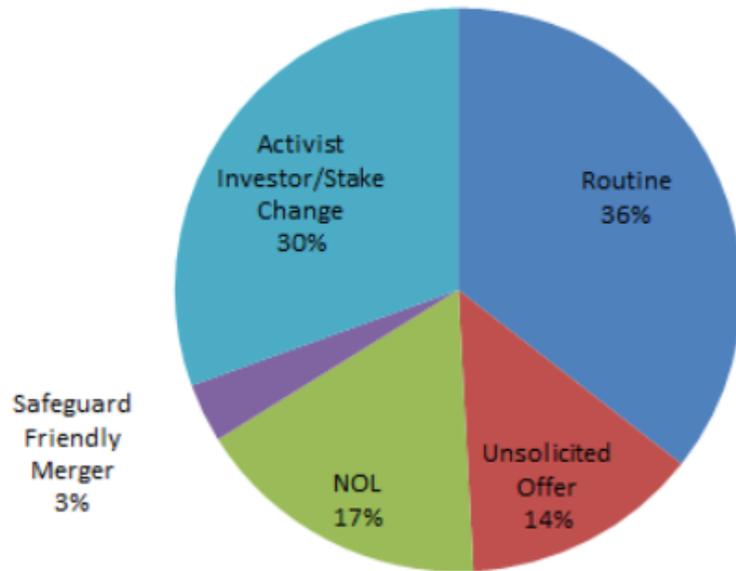
N.B. i dati del 2011 si riferiscono al periodo fino al Primo Agosto.

(Laide, 2011)

Seguendo la tendenza degli anni precedenti, la pillole per scopi specifici rappresentano la maggioranza. Al 26 Novembre soltanto il 36% delle 59 poison pill adottate e delle 21 adozioni di routine, 8 sono stati rinnovi di pillole scadute, o che sarebbero scadute entro l'anno. Il 30% delle adozioni sono avvenute in risposta ad un investitore che aggredisce la società o accumula rapidamente un ingente quantitativo di azioni, mentre l'adozione di pillole NOL sono diminuita considerevolmente, passando dalle 23 del 2011 alle 10 del 2012.

Un'analisi delle adozioni del 2012 rivela che le pillole di routine vengono innescate con soglie più alte, consentendo agli investitori istituzionali maggiore flessibilità per investire nella società ma a loro volta stabiliscono anche durate più lunghe. Tra le 28 società che hanno adottato una poison pill in risposta ad una minaccia specifica o per tutelare una fusione amichevole, la metà ha fissato la soglia di innesco sotto al 15% , soltanto tre società ha fissato un limite al 20%, più gradito agli azionisti. Soltanto il 15% delle adozioni di routine usava una soglia di innesco bassa, inferiore al 15%, e il 30% invece poneva una soglia del 20%.

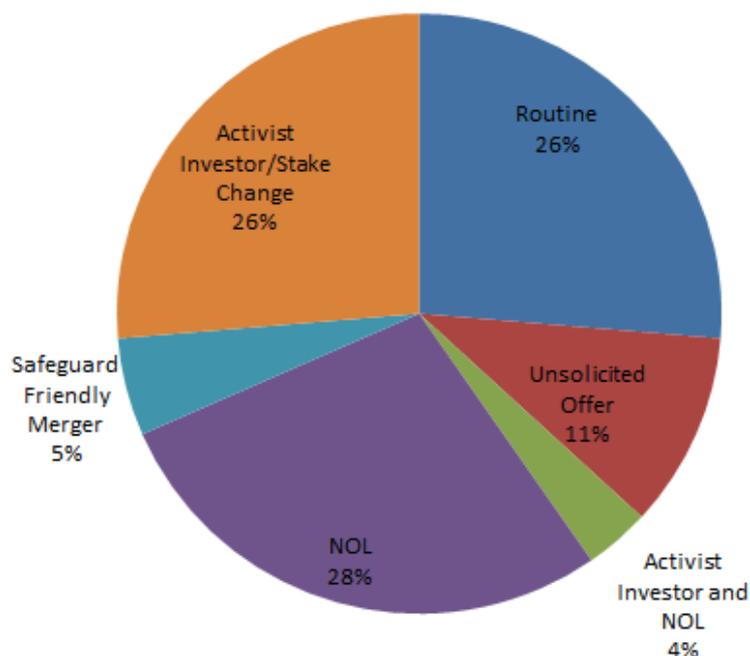
Per quanto concerne la durata invece, le pillole adottate per scopi specifici risultano avere durata più breve, il 64% circa delle adozioni ha scadenza nell'anno successivo, come anche delle 10 pillole NOL registrate, soltanto una ha scadenza superiori ai tre anni. Complessivamente, le poison pill per scopi specifici, sono raramente impostate con una durata molto lunga, soltanto il 7,9% ha una durata decennale, viceversa più della metà delle adozioni di routine hanno una durata decennale.



(Laide, 2012)

L'ultimo report che è stato diramato risale a Gennaio 2015, dove viene analizzato l'anno appena trascorso ed è apparso chiaro che si è mantenuta costante la tendenza degli anni precedenti dove l'adozione della pillola avveniva per uno scopo specifico. Nel 2014 sono state adottate ben 57 poison pill da 54 società diverse, solo 13 di queste società hanno adottato quelle che sono state definite come pillole di routine, ovvero gli strumenti utilizzati prima che avvenga qualsiasi tipo di minaccia o per proteggere le proprie attività fiscali.

Le pillole per preservare le perdite operative nette (NOL) risultano la categoria più diffusa per il 2014 con 18 adozioni, ed hanno una durata generalmente di tre anni. Tra le più diffuse in assoluto (oltre un quarto delle adozioni totali) troviamo anche le pillole per contrastare un investitore che ha mirato la società, o che ha rapidamente accumulato un notevole numero di azioni. (Laide, 2015)



(Laide, 2015)

4. Conclusioni

L'analisi ha condotto a diversi risultati, alcuni decisamente sorprendenti. È apparso chiaro dagli studi di Malatesta e Walking, e dallo studio di Ryngaert come il mercato azionario tende a reagire negativamente alle poison pills, ma questo risultato è legato generalmente alla composizione del consiglio d'amministrazione, infatti la reazione media dei prezzi dei titoli all'annuncio dell'adozione alla poison pill è positiva e significativa quando gli amministratori esterni compongono la maggioranza del consiglio d'amministrazione, invece la reazione risulta essere negativa e significativa a sua volta quando la maggioranza degli amministratori è interna alla società.

La relazione che lega la reazione anormale del mercato azionario all'adozione di una poison pill e il numero di direttori esterni nel consiglio d'amministrazione è generalmente positiva ed è guidata da soggetti esterni che generalmente sono ex dirigenti in pensioni, che guidano le decisioni al

comando di altre organizzazioni esterne. Sono state tuttavia riscontrate prove a sostegno del fatto che la relazione tra la composizione del consiglio d'amministrazione e la reazione del mercato azionario non è monotona, ma queste stime sono coerenti con l'ipotesi che gli amministratori esterni tutelano gli interessi degli azionisti. Infine, nelle società che hanno adottato la pillola, la probabilità che la società induca un'asta tra gli offerenti durante una contesa per il controllo, è positivamente correlata al numero di amministratori esterni nel consiglio.

Nel secondo paragrafo invece, il dato principale che emerge, è la tendenza nell'ultimo decennio ad utilizzare le poison pills soltanto per uno specifico scopo, e non più utilizzarle come una polizza assicurativa a basso costo, come invece era consuetudine fare tra la fine degli anni '90, e la metà degli anni 2000, in più la categoria che ha registrato una maggiore diffusione di poison pill, sono le pillole per preservare le perdite nette operative (cosiddette NOL) registrando un + 12% in soli tre anni.

CAPITOLO 3

“Il caso Vivendi – Mediaset”

1. Introduzione

Il terzo ed ultimo capitolo di questo elaborato, analizza un caso pratico di applicazione dello strumento relativo alla difesa successiva al tentativo di scalata di Vivendi nei confronti di Mediaset.

Il capitolo si suddivide in 3 paragrafi principali. Nel primo vengono presentati i soggetti coinvolti nel conflitto, passando ad analizzare la composizione attuale dei due gruppi, i loro core business e i loro punti di contatto. Nel secondo paragrafo viene presentata brevemente la cronistoria dell'operazione: saranno esaminate le vicende, i comportamenti dei due management e le reazioni del mercato alle informazioni immesse su di esso con le relative variazioni dei prezzi, sarà effettuata un'illustrazione completa e dettagliata della scalata di Vivendi fino ad arrivare al terzo ed ultimo paragrafo, dove viene principalmente analizzata la delibera dell'assemblea straordinaria e la relativa modifica dello statuto che porta all'adozione della cosiddetta “poison pill mascherata”.

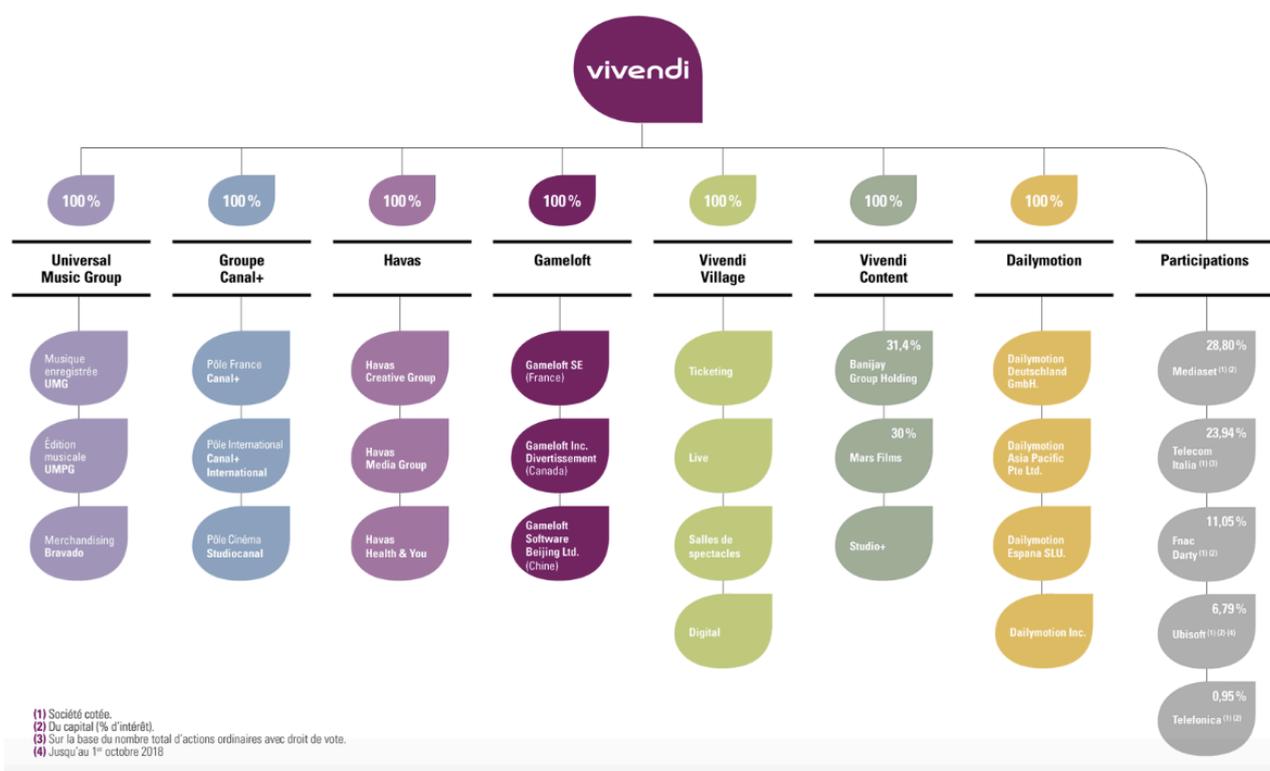
Lo scopo ultimo del capitolo è quello di mostrare al lettore un caso pratico di come gli strumenti analizzati nei capitoli precedenti sono stati effettivamente utilizzati per difendersi da una scalata ostile.

2. I soggetti coinvolti

2.1 Vivendi

La società anonima Vivendi è un broadcaster francese, quotato all'Euronext di Parigi nell'indice CAC 40, attiva in diversi business, tra i quali televisione e cinema, comunicazione, musica, videogiochi, piattaforme Web ed organizzazione di eventi dal vivo.

Vivendi SA detiene la maggioranza in società come Canal + group e Universal Music Group, Havas e Gameloft dove controlla il 100% del capitale sociale, inoltre possiede partecipazioni rilevanti in società di grande interesse quali Telecom Italia (24% circa), Telefonica (0,98%), Fnac (11%) e Mediaset stessa (28,8%). (Financial report and consolidated Financial statements, 2017)



(organigramma societario Vivendi, 2018)

Nel Financial Report and Audited Consolidated Financial Statements for the year ended December 31, 2017, pubblicato il 15 Febbraio 2018, Vivendi dichiarava un capitale sociale di 7.128.323.856,50 Euro per un ammontare di 1.296.058.883 azioni, un fatturato per il 2017 di 12,44 miliardi di Euro, un utile netto pari a 1,228 miliardi di Euro.

Il numero dei dipendenti nel 2017 era pari a 41.743, mentre l'ultimo prezzo registrato al 14 giugno per acquistare un'azione era di 21,90 Euro.

La struttura azionaria della società, sempre al 31 Dicembre 2017 era la seguente:

Groups	% Share Capital	% of voting rights (gross)	Number of shares	Number of voting rights (gross)
Groupe Bolloré	20,51	29,56	265 832 839	447 265 678
BlackRock Inc. (UK)	4,94	4,23	63 977 450	63 977 450
Société Générale*	4,79	4,10	62 039 274	62 039 274
Lansdowne Partners LLP (UK)	3,50	3,00	45 370 997	45 370 997
CDC-BPI	2,99	2,62	38 726 199	39 575 649
PEG Vivendi	2,75	3,65	35 703 280	55 277 373
Amundi	2,53	2,17	32 853 500	32 853 500
State Street Corporation (SSC) (US)	2,34	2,00	30 283 853	30 283 853
Lyxor International Asset Management	1,99	1,70	25 762 883	25 762 883
NBIM (Norges Bank Investment Management) (Norvège)	1,60	1,37	20 672 783	20 672 783
Newton (UK)	1,54	1,32	19 947 235	19 947 235
Artisan Partners Limited Partnership (US)	1,51	1,29	19 565 808	19 565 808
Mason Capital Management LLC (US)	1,13	0,97	14 653 671	14 653 671
Natixis Asset Management	1,05	0,90	13 610 809	13 610 809
DNCA Finance	0,99	1,50	12 781 345	22 626 345
Autodétention et Autocontrôle	3,04	2,60	39 408 117	39 408 117
Autres actionnaires	42,81	37,03	554 868 840	560 358 689
Total	100,00	100,00	1 296 058 883	1 513 250 114

(Shareholding structure, Financial Report and Audited Consolidated Financial Statements for the year ended December 31, 2017)

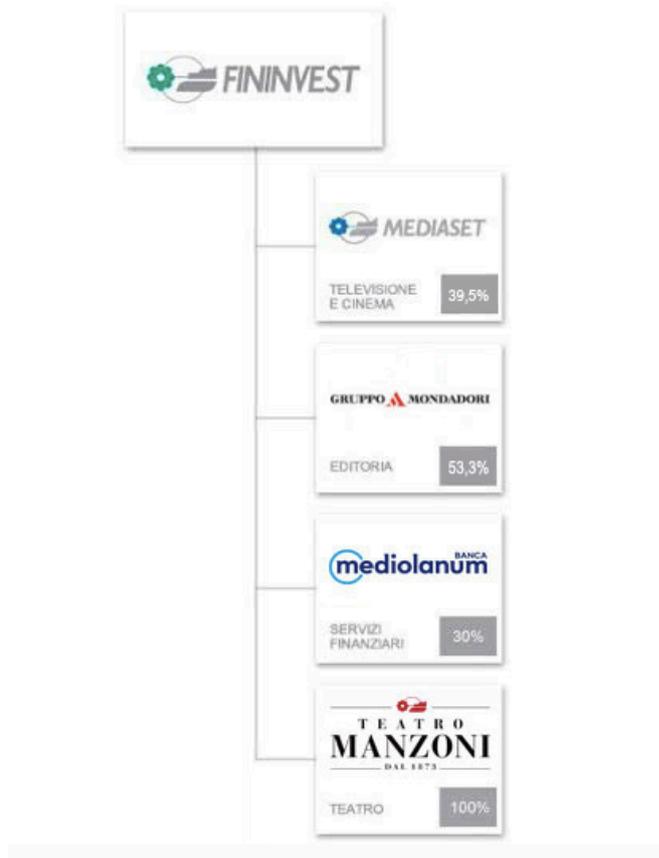
Risulta chiaro che con oltre il 20% del capitale e quasi il 30% dei diritti di voto, il gruppo della famiglia Bolloré guida saldamente Vivendi. BlackRock, il primo fondo d'investimento al mondo, e Société Générale uno dei più

grandi istituti bancari europei, sono rispettivamente il secondo e terzo degli azionisti di minoranza con una esile maggioranza del primo sul secondo, sia nelle quote capitale, che nei diritti di voto. C'è da dire che comunque è molto ampia la distanza tra il Gruppo Bollorè, e gli altri due azionisti, i quali possiedono circa un sesto della quota rispetto a quest'ultimo.

2.2 Mediaset

La Mediaset s.p.a. è un'azienda italiana, leader in Italia nel settore della comunicazione. Il suo core business è rappresentato dalla produzione e distribuzione di servizi televisivi.

L'azienda è controllata da una Holding, Fininvest, che oltre a detenere il 39,5% del capitale sociale di Mediaset, ha partecipazioni rilevanti in altre grandi aziende italiane, tra le quali Gruppo Mondadori, Banca Mediolanum e Teatro Manzoni e controlla a sua volta il Gruppo Mediaset, la divisione operativa della società.



(Organigramma Fininvest, 2018)

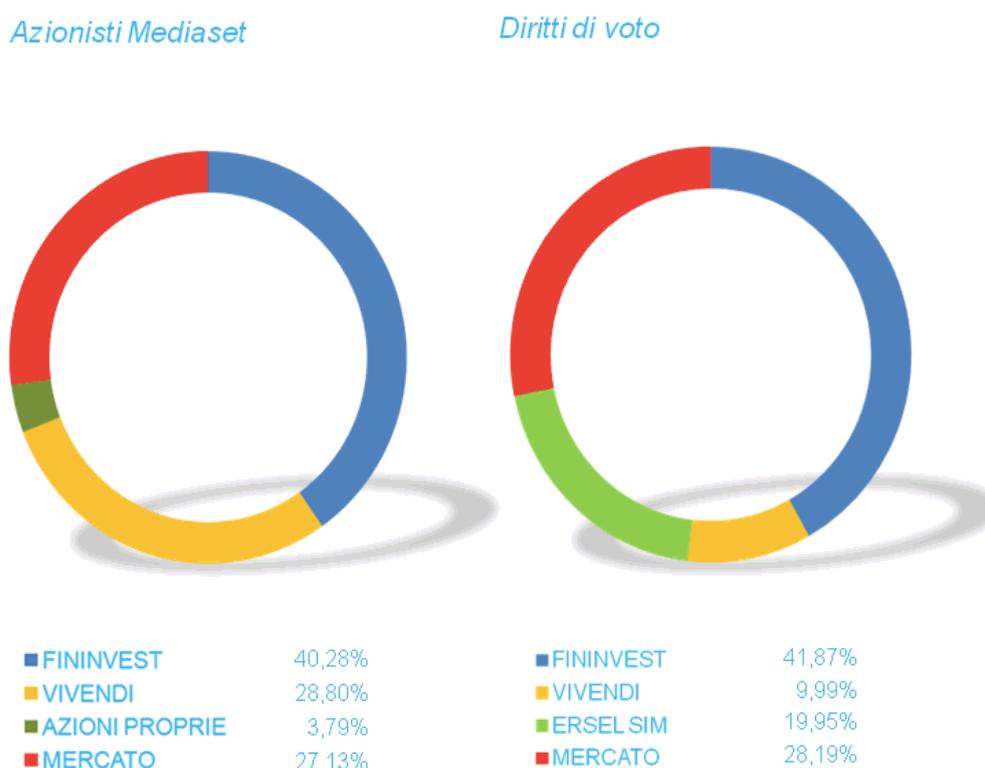
La società fu quotata in borsa a metà degli anni '90, evento dopo il quale ha assunto la denominazione che possiede oggi. Allora un'azione di Mediaset costava circa 7000 Lire e le sue azioni furono acquistate da circa Trecentomila investitori, tra ordinari e istituzionali. (Masino, 1998)

Dopo la quotazione, la società iniziò a voler estendere la propria area di business, aprendosi ai mercati esteri, infatti acquisì partecipazioni rilevanti in Spagna dove rilevò la maggioranza di Telecinco.

La società attualmente dichiara un capitale sociale di 614.238.333,38 Euro integralmente versato e sottoscritto, 1.181.227.564 azioni ordinarie, dichiarava di detenere 44.742.497 azioni proprie nel portafoglio, che risultavano essere pari a circa il 3,80% del capitale sociale. Il diritto di voto di queste azioni è ovviamente sospeso ai sensi dell'art.2357 del c.c.

Dati come il numero di dipendenti totali pari a 5519, un fatturato di 3,63 miliardi di Euro nel 2017, e un utile netto di 90,5 milioni di Euro sempre per l'anno 2017 fanno risultare Mediaset uno dei gruppi italiani più estesi e virtuosi per capitalizzazione e giro d'affari. (Bilancio consolidato Mediaset, 2017)

L'azionariato di Mediaset al termine dell'anno 2017 risultava essere così composto:



(Bilancio consolidato Mediaset s.p.a., 2017)

Si nota anche visivamente dal diagramma l'alta percentuale di capitale controllata dalla compagnia francese Vivendi che raggiunge il 28,8 % (il 30% è la soglia da non oltrepassare per non essere costretti a lanciare l'o.p.a.) risultando essere il secondo azionista di riferimento dopo Fininvest. L'alta percentuale di azioni posseduta da Vivendi non garantisce però altrettanti diritti di voto, infatti si ferma solo al 9,99% degli aventi diritto. In questa seconda categoria spicca la Ersel, società italiana di intermediazione

mobiliare attiva nella vendita di fondi online. (Bilancio consolidato Mediaset s.p.a.)

L'ultimo prezzo registrato per acquistare un'azione di Mediaset, aggiornato al 14 Giugno 2018 risultava essere di 2,873 Euro cadauna.

Al termine dell'analisi dei due gruppi, si presentano alcune analogie e alcune differenze significative tra i due.

Senz'altro la struttura dell'organigramma, con a capo una holding di famiglia che controlla la maggioranza sul gruppo, è un elemento comune a entrambe le società, con il Gruppo Bolloré da una parte, e Fininvest dall'altra. C'è grande differenza però nelle maggioranze delle due holding familiari, la prima quella di Bolloré può contare su una maggioranza ben sei volte più grande del secondo azionista di minoranza, mentre Fininvest è stata in parte ridimensionata da Vivendi stessa, anche se è comunque riuscita a mantenere una maggioranza ampia soprattutto per quanto riguarda i diritti di voto.

La principale differenza però tra i due gruppi sono senza dubbio le dimensioni, in quanto sia in termini di fatturato, di utile netto, di dipendenti e di capitale sociale Mediaset presenta certamente dei numeri più contenuti rispetto a Vivendi.

3. Breve cronistoria dell'operazione

Vivendi e Mediaset erano in trattativa per cercare di creare una sinergia nel tentativo di avviare una partnership strutturata tra i due gruppi. L'8 Aprile 2016 le due società con due comunicati ufficiali congiunti annunciavano di aver concluso “un importante accordo strategico industriale vincolante, con l'obiettivo di cercare di sfruttare in pieno le rispettive leadership nazionali per cogliere nuove opportunità di sviluppo sullo scenario globale”. (Comunicato

stampa Mediaset: “Alleanza Mediaset – Vivendi per lo sviluppo di nuovi progetti su scala internazionale”, 8 aprile 2016)

i due Gruppi si impegnavano in uno scambio di partecipazioni alla pari tra le capogruppo del 3,5% che avveniva secondo le seguenti modalità:

- la cessione da parte di Mediaset nei confronti di Vivendi di un ammontare di azioni proprie pari al 3,50% del capitale sociale a fronte di una cessione di Vivendi a favore di Mediaset di azioni proprie (in questo caso sia di nuova emissione che già esistenti) pari allo 0,54% del capitale sociale di Vivendi.
- la cessione da parte di RTI (una delle società del Gruppo Mediaset, controllante di Mediaset Premium) dell'intero capitale sociale della precedente a Vivendi, a fronte di un corrispettivo in azioni corrispondente al 2,96% del capitale sociale di Vivendi. (Comunicato stampa Mediaset: “Alleanza Mediaset – Vivendi per lo sviluppo di nuovi progetti su scala internazionale”, 8 aprile 2016)

Il mercato reagì entusiasta alla notizia dell'accordo tra i due Gruppi, tanto che le azioni di Mediaset si apprezzarono notevolmente chiudendo con un + 5,4 % al momento dell'accordo, e proseguendo a crescere di valore per tutto il mese successivo, arrivando a toccare quota 4,07 Euro per azione a fine Maggio.



(Bloomberg, 2016)

Il 25 Luglio con un sorprendente comunicato stampa, Vivendi dichiarava che il business plan che gli era stato presentato da Mediaset presentava delle performance alterate di Premium e chiedeva alla società italiana un nuovo accordo, confermando lo scambio tra le capogruppo del 3,5% del capitale sociale, proponendo però di rilevare soltanto il 20% di Mediaset Premium, e di ricevere in sostituzione del restante 80%, un'obbligazione convertibile che avrebbe condotto Vivendi a detenere in tre anni una quota pari a circa il 15% del capitale di Mediaset. (Communiqué de presse, Vivendi, 26 Luglio 2016)
 Le azioni di Mediaset precipitarono fino a un prezzo di circa 3 Euro cadauna, perdendo di più rispetto a quanto guadagnato in seguito all'accordo.

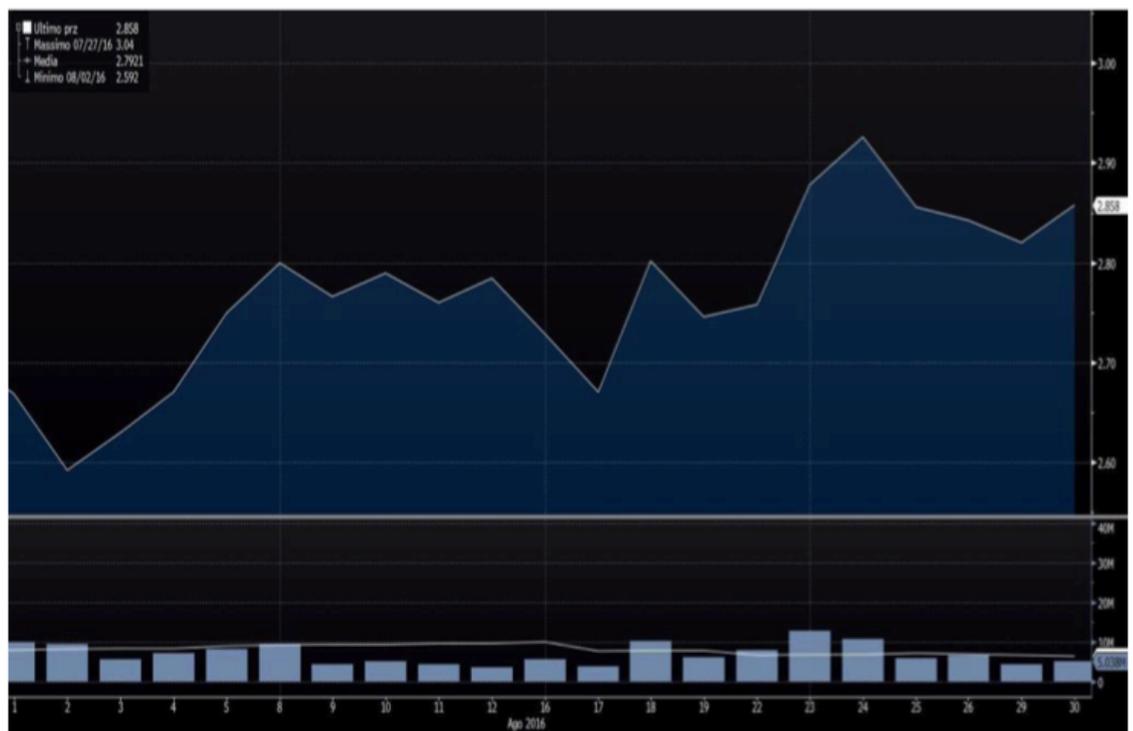


(Bloomberg, 2016)

Mediaset dichiarò infondate e prive di senso le dichiarazioni rilasciate da Vivendi, e il CdA nella riunione di Luglio decise di non accettare nessuna nuova proposta e di procedere per vie legali, sia per ottenere l'esecuzione del contratto, per Mediaset valido a tutti gli effetti, sia chiedendo un risarcimento dei danni in quanto il contratto prevedeva che si potesse recedere da quest'ultimo soltanto entro il 15 Maggio, e soltanto al venir meno di determinate condizioni, che però Mediaset deteneva regolarmente.

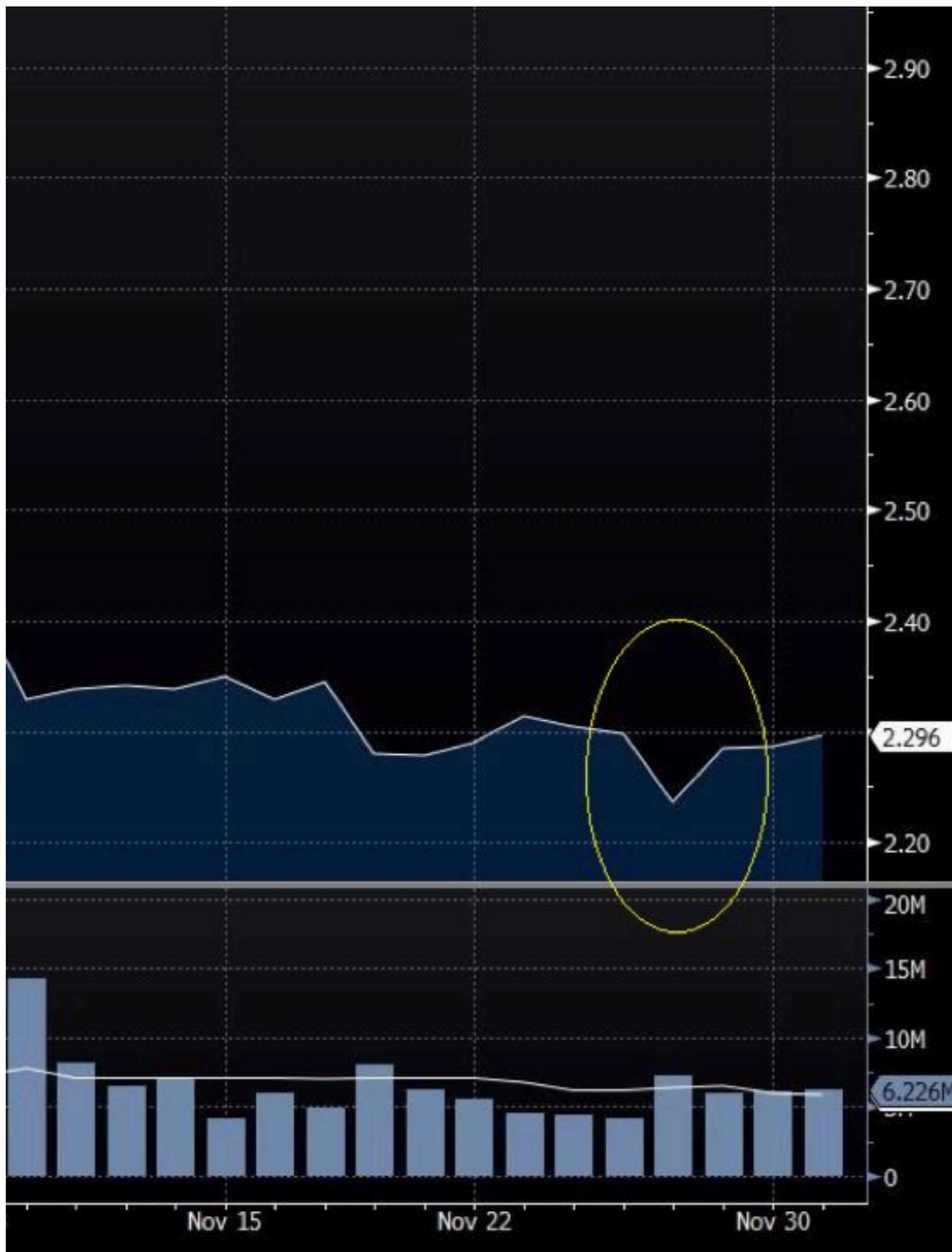
Ciò che Vivendi contestava principalmente a Mediaset, era il raggiungimento del break – even point entro Dicembre 2018, per il Gruppo francese ritenuta come un “assunzione irrealistica”. Effettivamente Mediaset Premium non si presentava come una società particolarmente virtuosa, i suoi risultati apparivano abbastanza deludenti, infatti contava uno scarso numero di abbonati (soltanto due milioni mentre Sky Italia, il suo competitor principale,

ne conteggiava più del doppio) e nel 2015 aveva fatto registrare perdite per oltre 80 milioni di euro, ma Mediaset sosteneva che Vivendi fosse in possesso di tutte queste informazioni anche prima della stipula del contratto, e quindi non ci fossero validi motivi per un recesso, forte di questa tesi presentò un esposto alla Procura di Milano dove richiedeva l'esecuzione coattiva del contratto, un danno stimato di 50 milioni per ogni mese di ritardo nell'adempimento o un risarcimento da circa un miliardo e mezzo in caso di recesso ingiustificato. Anche Fininvest chiese i danni al gruppo francese sia per il danno d'immagine subito dall'azienda, ma soprattutto per l'enorme deprezzamento del valore delle azioni della sua controllata che ha fatto registrare un - 30% in circa due mesi. Infatti a fine Agosto gli investitori, profondamente preoccupati per le sorti della vicenda, non riponevano più fiducia nei confronti di Mediaset, per cui il prezzo scese fino a 2,86 Euro per azione.



(Bloomberg, 2016)

Il titolo di Mediaset subì un nuovo ribasso toccando un minimo di 2,23 Euro a fine Novembre, dopo che gli investitori vennero a conoscenza delle dichiarazioni del Presidente Bolloré, il quale aveva annunciato pubblicamente che Vivendi non era più intenzionata a ricercare alcun tipo di accordo con Mediaset. Il mercato non nutriva più alcun tipo di fiducia sulla vicenda.

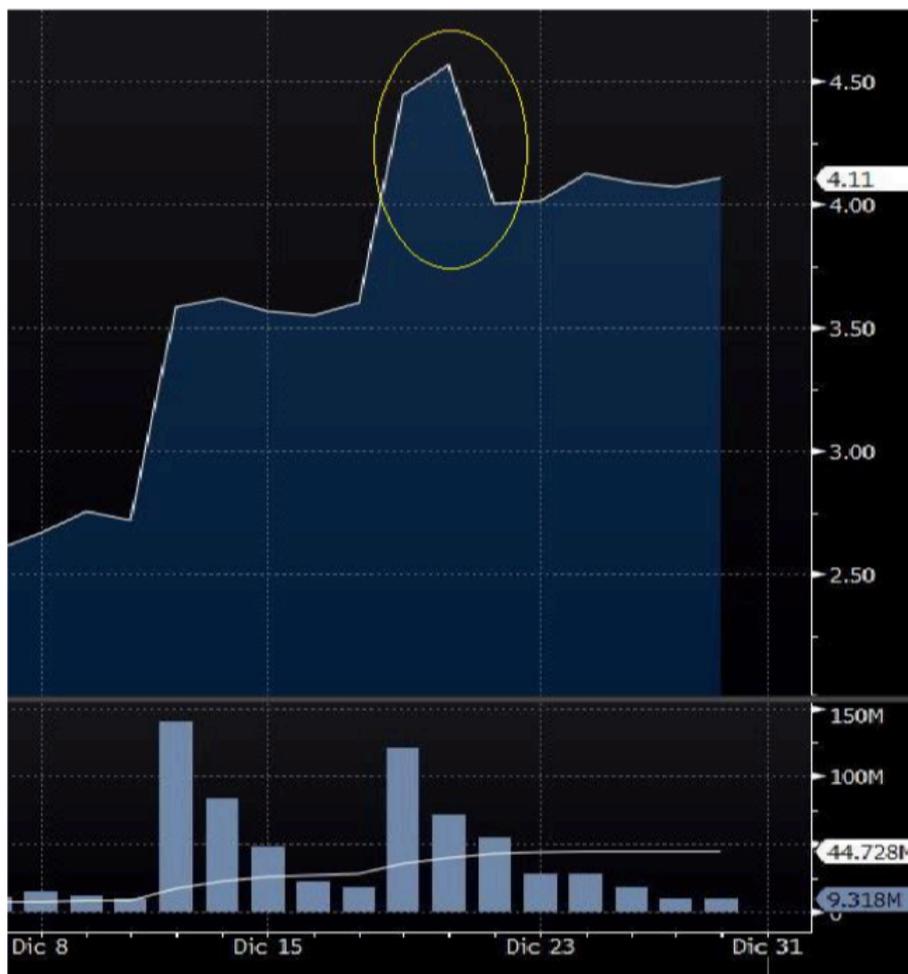


(Bloomberg, 2016)

Si arrivò quindi allo scontro tra i due gruppi, quando nella seconda settimana di Dicembre Vivendi iniziò ad accumulare un copioso numero di azioni Mediaset, attuando una vera e propria scalata ostile. Più precisamente il 22 Dicembre tramite un comunicato ufficiale il gruppo francese dichiarava di possedere il 28,80% del capitale sociale di Mediaset e il 29,94% dei diritti di voto. (Vivendi Press release, 22 Dicembre 2016)

Mediaset reagì acquistando 27,66 milioni di azioni ordinarie, e portando la sua quota dal 34,7% al 38,2%, ma questo non bastò a placare gli speculatori, che stavano scommettendo su una battaglia tra i due gruppi: le azioni fecero un balzo in avanti notevole, passando da un valore di 2,72 Euro, ad un massimo di 4,56 in meno di 10 giorni. (Bilancio consolidato Mediaset s.p.a. , 2016)

(Bloomberg, 2016)



4. La modifica dello statuto e la poison pill mascherata

La situazione subì un periodo di stallo nel periodo successivo, che fu caratterizzato principalmente da battaglie legali, dopo la nuova denuncia di Mediaset nei confronti di Vivendi, questa per manipolazione del mercato, in quanto Mediaset accusava il gruppo francese di aver immesso informazioni ingannevoli appositamente per far deprezzare il titolo, e poter effettuare una scalata a prezzi vantaggiosi.

Mediaset, studiò per l'intero anno successivo come poter arginare Vivendi all'interno del consiglio d'amministrazione e soprattutto come poter evitare di arrivare ad un clamoroso ribaltamento dell'assetto societario, e scelse di adottare una poison pill per blindare il proprio CdA.

Mediaset apportò delle significative modifiche allo statuto al fine di garantire a Fininvest una solida maggioranza e vanificare l'azione di Vivendi, che nonostante fosse titolare del 29% e oltre del capitale sociale, deteneva così soltanto il 10% dei diritti di voto.

La delibera dell'assemblea straordinaria, aveva tre punti all'ordine del giorno: Al primo, vi era la modifica dell'articolo 17 dello statuto, relativo al numero massimo e minimo di componenti del CdA, possibilità per il CdA uscente di presentare un proprio elenco di candidati, modifica del meccanismo di elezione degli amministratori. All'assemblea prese parte il 49,8% del capitale sociale e deliberarono con il voto favorevole dell'89,59% dei presenti.

Nel secondo punto all'ordine del giorno vi era l'introduzione dell'articolo 8 bis nello statuto sociale, che prevedeva l'identificazione degli azionisti e fu approvato con il 99% dei voti favorevoli dei presenti, mentre il terzo ed ultimo punto all'ordine del giorno prevedeva la modifica di alcuni articoli dello statuto, in tema principalmente di riunioni del consiglio di

amministrazioni, e delibere dello stesso, e fu approvato anch'esso con il 91,27% di voti favorevoli. (Verbale di assemblea straordinaria Mediaset, Dicembre 2017)

Vivendi decise di non prendere parte a questa votazione. Data la sua assenza, le minoranze erano rappresentate dal fondo di investimento Amber Capital, che deteneva circa il 2,5% del capitale di Mediaset. Al termine della votazione, il rappresentante italiano del fondo mostrò tutto il suo dissenso per le decisioni prese, affermando che era inaccettabile il comportamento del CdA di Mediaset che usava Vivendi come capo espiatorio sia per giustificare performance deludenti della gestione, che per introdurre una poison pill mascherata, che andava a danneggiare gli azionisti di minoranza ridimensionando il numero di consiglieri a cui questi avranno diritto. (Fontana, 2017)

Le mosse strategiche utilizzate da Mediaset è certamente una poison pill, più precisamente una delle tipologie analizzate al secondo capitolo di questo elaborato, si tratta innanzi tutto di un'adozione per uno scopo specifico, e non di routine, e questa tipologia rientra nella categoria "activist investor / stake change", ovvero quelle pillole adottate per contrastare investitori che accumulano rapidamente quote significative del capitale sociale.

Questa poison pill fu accusata di essere "mascherata" dal fondo britannico, in quanto Mediaset non dichiarò esplicitamente di utilizzare questo strumento per non rendere poco attraente il titolo sul mercato. Il mercato reagì con entusiasmo alla notizia nonostante il trinceramento del consiglio d'amministrazione con un + 1,6% immediatamente dopo l'annuncio, al quale corrispondeva un prezzo di 3,29 Euro per azione. Più verosimilmente il motivo ultimo per il quale il mercato accolse positivamente questo fatto, era dato dal presupposto che il consolidamento di Fininvest nel capitale di Mediaset, veniva considerato più come la fine di un periodo di stallo e un

passo in avanti verso l'accordo atteso tra i due Gruppi, che come una limitazione della contendibilità.

5. Conclusioni

Il capitolo si conclude con l'auspicio del mercato di un accordo tra i due Gruppi, il quale potrebbe significare a livello europeo la prima creazione di una super potenza nel campo delle telecomunicazioni, emulando in parte il modello statunitense. L'accordo però tra le parti non sembra così vicino, ne oggi tantomeno allora, in quanto le differenze e il tentativo di estorcere all'altro condizioni molto favorevoli hanno impedito di raggiungere un accordo equo alle due parti.

Il titolo di Mediaset ha avuto un andamento davvero altalenante a causa di questa faccenda, e come è noto un titolo molto volatile è generalmente sinonimo di alta rischiosità.

Per quanto concerne la causa scatenante del conflitto, ovvero l'accusa di Vivendi di aver presentato un business plan alterato sulle performance di Mediaset Premium, risulta senza dubbio controversa: è assolutamente vero che Mediaset Premium non ha conseguito i risultati che il Gruppo italiano si aspettava di ottenere, ed è altrettanto vero che le performance degli ultimi anni come analizzato non erano di certo soddisfacenti, quindi non sarebbe surrealistico pensare che Mediaset un piccolo ritocco ai propri conti lo abbia fatto, è che abbia in parte sovrastimato le prestazioni di Mediaset Premium pensando di poter raggiungere il break-even point già al termine del 2018, ma è senz'altro vero che, Vivendi aveva a disposizione questo dossier già da Marzo, e che quindi poteva certamente prestare maggiore attenzione prima di procedere con la firma del contratto definitivo dell'8 Aprile 2016.

Per dimostrare empiricamente la significatività che l'annuncio dell'adozione della poison pill da parte di Mediaset ha avuto su Vivendi è stato effettuato un event – study, ovvero uno specifico studio economico – statistico che serve a mostrare l'influenza che un determinato evento (ovvero l'immissione di una nuova comunicazione pubblica sul mercato) può avere sui prezzi delle azioni di una società.

È importante sottolineare come questa non è un'analisi ex – ante, ovvero una previsione, ma un'analisi ex – post, che si basa su dati reali in base ai quali viene dimostrato se la variazione del prezzo del titolo sia legata a quello specifico evento. (Kothari – Warner, 2006)

Nel seguente caso, l'evento è la comunicazione al mercato da parte di Mediaset di aver adottato una poison pill “mascherata” per trincerarsi dal tentativo di scalata da Vivendi, e lo studio va a verificare se quest'ultimo è stato in grado di influenzare l'andamento del prezzo del titolo.

Nell'event – study che sarà presentato di seguito, l'evento è la comunicazione al mercato da parte di Mediaset di aver adottato una poison pill “mascherata” per trincerarsi dal tentativo di scalata da Vivendi, e lo studio va ad illustrare come il rendimento del titolo di Vivendi comparato con alcune delle società leader delle telecomunicazioni Europee, sia stato influenzato in prossimità dell'annuncio da parte di Mediaset dell'adozione della poison pill.

	Vivendi	Mediaset	Deutsche Telekom	Telefonica	Veon	BT	Altice	Telecom Italia
INTERCETTA	0,0005	0,0020	0,0021	0,0047	0,0023	0,0013	0,0092	0,0022
MERCATO	*0,9446	0,0965	0,5839	0,3379	0,4611	0,7663	3,4380	1,3134
DUMMY	0,0030	0,0139	0,0039	0,0047	0,0194	0,0100	0,0157	0,0024
OSSERVAZIONI	8	8	8	8	8	8	8	8
R ²	0	0	0	0	0	0	0	0

Questo event – study è stato costruito secondo i seguenti parametri: L’ indice di riferimento che è stato scelto è lo “STOXX Europe 600 Telecommunications”, indice europeo del settore delle telecomunicazioni.

Il giorno dell’evento è il 15 Dicembre 2017, e l’intorno scelto sono i 10 giorni di negoziazione che compongono la settimana stessa, e quella immediatamente successiva, ovvero 11 – 22 Dicembre. I prezzi dei titoli usati per calcolare i valori nella tabella sono stati scaricati da Bloomberg.

Il titolo di Vivendi, pur non presentando anomalie in prossimità della dummy è l’unico contrassegnato con un * nel mercato in quanto presenta un valore più alto di 1,65 che in un test – Z vuol dire significatività maggiore del 95%, quindi viene registrato un rendimento anomalo del mercato a seguito dell’annuncio.

Infine, è importante sottolineare come l’analisi non si soffermi su tutti i temi della vicenda, come per esempio la pronuncia dell’AGCOM, e le partecipazioni incrociate di Vivendi tra Telecom e Mediaset, le accuse di concorrenza sleale e altro, in quanto questi temi per quanto rilevanti non hanno punti in comune con il tema centrale dell’elaborato.

CONCLUSIONI

La tesi si è posta l'obiettivo di illustrare al lettore il funzionamento di alcuni strumenti di corporate governance, di analizzare le modalità e i tempi di come questi strumenti possono essere utilizzati e di esaminare i diversi effetti che l'adozione di questi ultimi possono avere sulla società che li adotta, a seconda della tipologia e delle situazioni in cui vengono impiegati.

Il dato più rilevante che è emerso dallo studio, indica che l'adozione di una poison pill provoca una reazione significativa sul mercato.

Generalmente il mercato reagisce in termini negativi e i titoli della società, all'annuncio delle poison pills, subiscono deprezzamenti, in quanto gli azionisti vedono ridimensionato il mercato attivo della contendibilità societaria, e i titoli della società stessa non sono più molto attraenti come in precedenza, ma si sono verificati anche casi contrari come, per esempio, il caso Mediaset – Vivendi. In questa fattispecie specifica l'annuncio dell'adozione della pillola da parte di Mediaset ha fatto registrare un aumento del valore del titolo della suddetta, per le informazioni intrinseche che questa adozione ha comunicato al mercato.

In conclusione, è impossibile stabilire una relazione certa tra l'utilizzo dello strumento, e i rendimenti attesi dei titoli societari, ma una società che intende adottare uno strumento di questo tipo, potrebbe esaminare una casistica simile alla propria, per provare a prevedere la successiva reazione del mercato all'annuncio dello strumento.

BIBLIOGRAFIA

Bierman H. (2005), “Stockholder Rights and Carl Icahn”, SSRN, Johnson Cornell University, Ithaca (USA), pp.1-10.

Brickley J.A., Coles J.L., Terry R.L. (1993), “Outside directors and the adoption of poison pills”, *Journal of Financial Economics*, pp. 371-390.

Campobasso M. (2015), *Diritto commerciale*, Utet Giuridica, Torino, cap.8, pp.226-235.

Carney W.L., Silvestein L.A. (2003), *The Illusory Protections of the Posion Pill*, *Notre Dame Law Review*, cap.1, pp.183-210.

Comment R., Schwert G. (1995), “Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures”, *Journal of Financial Economics*, pp.3-43.

Consob (1999), comunicazione n. DAL/99039392 del 18-5-1999.

Davis G.F. (1991), “Agents without Principles? The spread of the Poison Pill through the Intercorporate Network”, *Administrative Science Quarterly*, pp. 583-613.

Forestieri G. (2009), *Corporate & investment banking*, Egea, Milano, cap.3 pp. 82-96.

Forjan J., Van Ness B. (2003), “An Investigation of Poison Pill Securities, Long-Term Debt, and the Wealth of Shareholders”, *American Journal of Business*, pp. 17-22.

Hurduzeu G., Popescu M. (1991), *The History of Junk Bonds and Leveraged Buyouts*, *Procedia economics and finance*, Elsevier, Amsterdam, cap.17, pp. 1268-1275.

Iskandar Datta M. (1996), “Takeover Defenses and Wealth Effects on Securityholders: The Case of Poison Pill Adoptions”, *Journal of Banking and Finance*, pp.1231-1250.

Kothari S.P., Warner B. (2006), *Econometrics of event studies*, *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, cap.1, pp. 1-22.

Legge 266 del 23 dicembre 2005, art.1 commi 381-384.

Malachoswki A.R. (1992), “White Knights Greenmail and the Poison Pill”, *Managerial Auditing Journal*, pp. 381-386.

Malatesta P.H., Walkling R.A. (1987), “Poison pill securities, Stockholder wealth, Profitability, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, pp. 347-376.

Mallette P., Fowler K. (1992), “Effects of Board Composition and Stock Ownership on the Adoption of Poison Pills”, *Academy of Management Journal*, pp. 1010-1035.

Masino G. (1998), “Evoluzione organizzativa del gruppo Mediaset”, IRIS UniFe, Ferrara, pp.35-42.

Mediaset (2004), Bilancio consolidato Mediaset s.p.a.

Mediaset (2016), Bilancio consolidato Mediaset s.p.a.

Mediaset (2017), Bilancio consolidato Mediaset s.p.a.

Morera U., Olivieri G., Marino P., Presti G., Vella F. (2012), Il diritto delle società, Associazione Disiano Preite, Bologna, cap.2, pp.130-133.

Nguyen D.G. (2018), “The endogeneity of poison pill adoption and unsolicited takeovers”, International Journal of managerial finance, pp. 23-36.

Pezard A., Brook J. (1995-1996), The Golden share of privatized Companies, SSRN, cap.1, pp.1-20.

Ruback S.R. (1987), An Overview of Takeover Defenses, Mergers and acquisitions, University of Chicago Press, cap.3, pp. 49-68.

Ryngaert M. (1988) “The effect of poison pill securities on shareholder wealth”, Journal of Financial Economics, pp. 377-417.

Saunders A., Cornet M.M., Anolli M., Alemanni B. (2015), Economia degli intermediari finanziari, McGraw-Hill Education, New York, cap.9, pp. 265-284.

Velasco J. (2001-2002), The Enduring Illegitimacy of the Poison Pill, Notre Dame Law School, cap.3, pp. 411-419.

Vivendi (2017), Financial Report and Audited Consolidated Financial Statements for the year ended December 31.

Walsh J.P., Kosnik R.D. (1993), “Corporate Raiders and their Disciplinary Role in the Market for Corporate Control”, Academy of Management Journal, pp. 671-700.

SITOGRAFIA

www.bloomberg.com

www.mediaset.it/corporate

www.sharkrepellent.net:

Laide J.(2007a), Poison Pill Renewal Rates.

Laide J.(2010b), A New Era in Poison Pills - Specific Purpose Poison Pills.

Laide J.(2011c), Specific Purpose Poison Pills.

Laide J.(2012d), 2012 Poison Pill Impetus.

Laide J.(2015e), 2014 Poison Pill Impetus.

[www.vivendi.com/press release](http://www.vivendi.com/press%20release)