

ALLEGATO N. 4

**Analisi di impatto delle previsioni regolamentari volte a correggere gli effetti della “pressure to tender”**

1. *PRESSURE TO TENDER*: ANALISI DEL PROBLEMA
  2. LA RIAPERTURA DEI TERMINI DELL’OFFERTA
    - 2.1 Analisi dell’impatto sulle scelte dei piccoli azionisti
    - 2.2 Analisi del diritto comparato
    - 2.3 Definizione della proposta regolamentare
      - a) *Ambito di applicazione: ipotesi di regolazione*
      - b) *Caratteristiche dell’offerta: ipotesi di regolazione e analisi di impatto*
      - c) *Legittimità della previsione e coordinamento con la disciplina dell’obbligo di acquisto*
  3. IL PARERE DEGLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI SULL’OFFERTA
    - 3.1 Le asimmetrie informative dei piccoli azionisti
    - 3.2 Analisi del diritto comparato
    - 3.3 Definizione della proposta regolamentare
- Appendice I. Effetti attesi dell’intervento regolamentare con riferimento al raggiungimento delle finalità della vigilanza

## 1. PRESSURE TO TENDER: ANALISI DEL PROBLEMA

Il fenomeno della *pressure to tender* identifica la particolare condizione che può determinarsi per i piccoli azionisti destinatari di un'offerta pubblica di acquisto i quali sono indotti ad aderirvi dal timore che, in caso di successo, il valore di mercato delle azioni post-OPA si deprima per effetto del nuovo assetto di controllo e/o della minore liquidità.

La *pressure to tender* assume rilevanza per il c.d. azionista marginale, ovverosia l'oblato la cui adesione è da lui stesso ritenuta non decisiva per il successo dell'offerta. In questo caso, infatti, nell'impossibilità di coordinare i propri comportamenti con quelli di altri azionisti in analoga posizione a causa della presenza di costi di coordinamento che vengono ritenuti sproporzionati rispetto agli eventuali benefici (problema di azione collettiva), la scelta di aderire o meno dipende non soltanto dal giudizio soggettivo di convenienza economica dell'offerta ma anche e soprattutto dai problemi di coordinamento con gli altri azionisti e dall'incertezza sul suo esito<sup>1</sup>.

La *pressure to tender* interessa gli investitori che reputano l'offerta non conveniente. In linea teorica, ogni qualvolta un oblato ritenga il prezzo d'offerta inferiore alla propria stima del valore tendenziale della società dovrebbe optare per la non adesione. Condizione di successo di un'offerta dovrebbe infatti essere che la maggioranza degli azionisti considerino le condizioni proposte dall'offerente in linea con la loro stima del valore tendenziale dell'azione in ipotesi di assenza o insuccesso dell'offerta<sup>2</sup>.

Tuttavia, l'incertezza sulle scelte degli altri oblati e il timore che l'offerta abbia comunque successo inducono l'azionista a valutare il rischio di rimanere in possesso di azioni destinate a deprezzarsi in caso di successo dell'OPA. Se il prezzo d'offerta è comunque maggiore del valore atteso dell'azione post-OPA in ipotesi di suo successo, l'azionista è indotto ad aderirvi comunque. L'adozione diffusa di tale comportamento può portare al caso-limite di successo di offerte ritenute dalla maggior parte degli oblati svantaggiose.

La letteratura economico-giuridica rileva il problema delle offerte realizzate secondo modalità coercitive (tali da indurre all'adesione anche coloro che se ne augurano l'insuccesso) come fenomeno distorsivo che interessa qualsiasi offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto titoli che attribuiscono al titolare diritti di voto<sup>3</sup>. Tuttavia, la stessa teoria riconosce nelle offerte pubbliche promosse dall'azionista di maggioranza e finalizzate al *freeze out* delle minoranze una delle possibili forme di estrazione di benefici privati del controllo<sup>4</sup>. Nell'ipotesi che il prezzo di mercato di una società in cui è presente un azionista di controllo rifletta il valore di un'azione che non concorre alla determinazione della posizione di controllo, si può ritenere che tale valore

---

<sup>1</sup> Diversamente, si può ritenere che un azionista rilevante, se consapevole che il conferimento delle proprie azioni in offerta è decisivo per il suo successo, non sia esposto ai medesimi problemi di azione collettiva e possa liberamente scegliere di aderire solo se reputa le condizioni congrue.

<sup>2</sup> Il valore tendenziale dovrebbe ad esempio includere, nel caso in cui l'assetto proprietario dell'emittente sia contendibile, i corrispettivi potenzialmente più elevati che i suoi azionisti potrebbero ricevere da altri scalatori.

<sup>3</sup> Secondo Bebchuk "(...) *the problem of distorted choice exists in bids of all kinds – that is whether the bid is partial or for all shares, and whether or not the bid is expected to be followed by an immediate takeover*". Cfr. Bebchuk L.A. (1987) *The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, *Delaware Journal of Corporate Law* (DJCL), Vol. 12, pp. 911-949. Disponibile sul sito: <http://ssrn.com/abstract=480301>.

<sup>4</sup> Gilson e Gordon "(...) *a controlling shareholder may extract private benefits of control in one of three ways: by taking a disproportionate amount of the corporation's ongoing earnings; by freezing out the minority; or by selling control*". Cfr. Gilson R.J. e J.N. Gordon (2003), *Controlling Controlling Shareholders*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 228; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 262. Disponibile sul sito: <http://ssrn.com/abstract=417181>.

soffra uno “sconto” dovuto ai benefici privati che il controllante è nella posizione di estrarre a danno delle minoranze. Un’operazione di *freeze out* che avvenga a condizioni che riflettono tale sconto, ad esempio tramite un’offerta promossa ad un prezzo in linea con le quotazioni di mercato, permette al controllante di capitalizzare i benefici privati e costituisce una forma di *tunneling transaction*<sup>5</sup>.

Il problema della *pressure to tender* risulta quindi particolarmente rilevante in caso di offerte “interne” che, seppure non qualificabili in senso tecnico come operazioni con parti correlate, sollevano analoghe esigenze di tutela delle minoranze dati i legami che esistono tra offerente e società *target*. L’azionista di controllo dispone infatti di privilegi informativi rispetto al reale valore della società nonché di ampi margini di libertà rispetto alla scelta del momento in cui promuovere l’offerta. Ad esempio, egli potrebbe ritardare la realizzazione di operazioni che avrebbero un effetto positivo sul prezzo delle azioni e/o promuovere l’OPA in un periodo in cui il mercato sottovaluta il reale valore della società; non a caso queste offerte sono particolarmente frequenti in situazioni di andamento congiunturale negativo delle quotazioni azionarie. Inoltre l’offerta, non comportando un mutamento del controllo, è promossa ad un corrispettivo che non solo non incorpora alcun “premio del controllo” ma, al contrario, soffre uno “sconto di minoranza”; l’offerente che già detiene il pacchetto di controllo potrà offrire un premio minimo sul prezzo di mercato dei titoli contando sull’assenza di un rischio di offerte concorrenti<sup>6</sup>. Pertanto, la circostanza che l’offerente già controlli la società *target* dell’OPA e che possa, sfruttando i vantaggi informativi e di *timing* di cui gode, monetizzare benefici privati del controllo rende queste offerte più pericolose per gli azionisti di minoranza rispetto a scalate, anche ostili, da parte di azionisti estranei al controllo della società<sup>7</sup>. Di tale differente pericolosità si è tenuto conto nell’individuazione delle scelte di regolazione (cfr. *infra*).

Per illustrare il problema in esame si propone una rappresentazione esemplificativa della posizione di un piccolo azionista destinatario di un’offerta pubblica di acquisto, prescindendo dalla qualificazione del soggetto che promuove l’offerta (azionista di controllo o soggetto esterno) e dagli obiettivi della stessa (acquisizione del controllo della società *target* o revoca dei titoli dalla quotazione).

Dal momento che le scelte degli oblati sono influenzate dalla circostanza che l’offerta abbia successo o meno, è opportuno analizzare distintamente le offerte la cui efficacia è sottoposta ad una condizione espressa dal raggiungimento di una partecipazione minima al capitale della società *target* (offerte c.d. condizionate) e quelle offerte in cui l’offerente procederà all’acquisto delle azioni conferite qualunque sia la percentuale di capitale raccolto (offerte c.d. incondizionate).

Si consideri la posizione di un ipotetico azionista A, non favorevole all’offerta e di per sé ininfluenza ai fini del suo successo, in ipotesi di OPA condizionata e non condizionata. Si ipotizza pertanto che:

- il prezzo dell’azione al momento dell’annuncio dell’offerta sia pari a 100;

---

<sup>5</sup> Cfr. Johnson S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (2000), Tunneling, *The American Economic Review*, Vol. 90, No. 2, Papers and Proceedings of the One Hundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association, 22-27 e Gilson e Gordon (2003) *op. cit.*

<sup>6</sup> Secondo Gatti esiste un “(...)aspetto che altera sempre a favore dell’offerente il meccanismo della risposta all’offerta: il punto di partenza da cui l’offerente si muove. Le opa promosse partendo da un consistente pacchetto richiedono chiaramente un livello di adesioni meno elevato per avere successo. Ciò a sua volta convincerà l’offerente a offrire meno: assente il rischio di essere battuto da un’offerta concorrente, ci si potrà limitare a offrire un premio minimo.”, in Gatti, M. (2004), OPA e struttura del mercato del controllo societario, Giuffrè, Milano, cap. I, par. 6, p. 36.

<sup>7</sup> Cfr. Subramanian G. (2004), Fixing Freezeouts, Harvard Law and Economics Discussion Paper No.501.

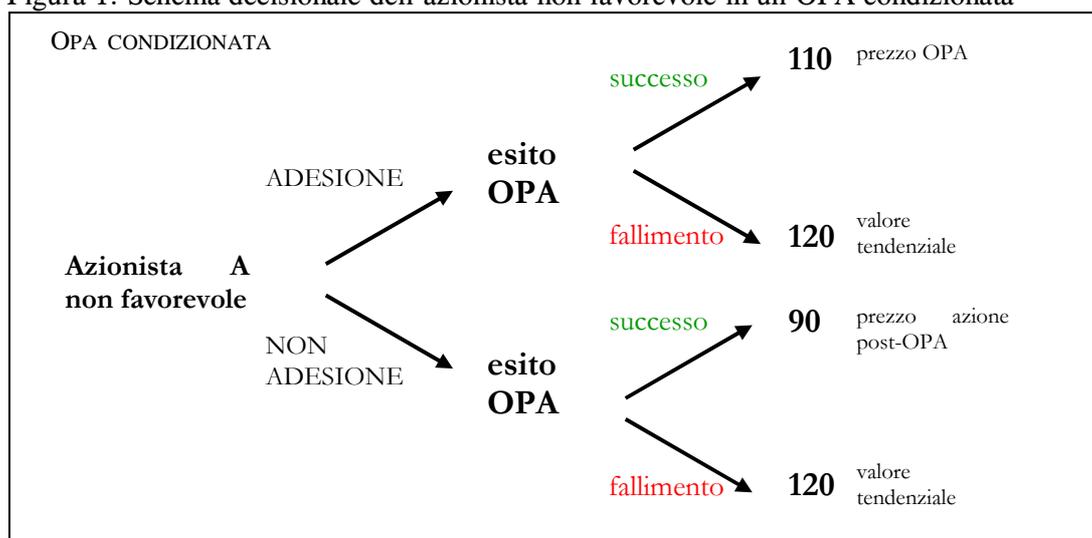
- il prezzo di offerta sia pari a 110;
- il valore tendenziale dell'azione stimato dall'azionista A in assenza ovvero insuccesso dell'offerta sia di 120;
- il prezzo dell'azione post-OPA in caso di suo successo sia ritenuto da A pari a 90, a causa della minore liquidità del titolo e del rischio di estrazione di benefici privati del controllo da parte dell'offerente.

Nel caso in cui l'OPA sia condizionata al superamento di una soglia critica di adesione (Figura 1), l'azionista A si trova a dover decidere tra aderire all'offerta, pur non reputandola conveniente, o non aderirvi assecondando la propria valutazione di convenienza economica. Tuttavia, il risultato economico associato all'adesione si dimostra sicuramente più vantaggioso rispetto alla strategia opposta.

Aderendo all'offerta, infatti, l'azionista A si troverebbe a ricevere il prezzo d'offerta (110) in caso di successo dell'OPA, ovvero a detenere l'azione stessa, ritenuta di valore superiore (120) rispetto al prezzo d'offerta in caso di suo fallimento.

Al contrario, optando per la non adesione, l'azionista A resterebbe comunque in possesso delle proprie azioni, il cui valore però differisce sensibilmente nel caso in cui l'offerta abbia successo (90) dal caso in cui l'offerta fallisca (120).

Figura 1. Schema decisionale dell'azionista non favorevole in un'OPA condizionata



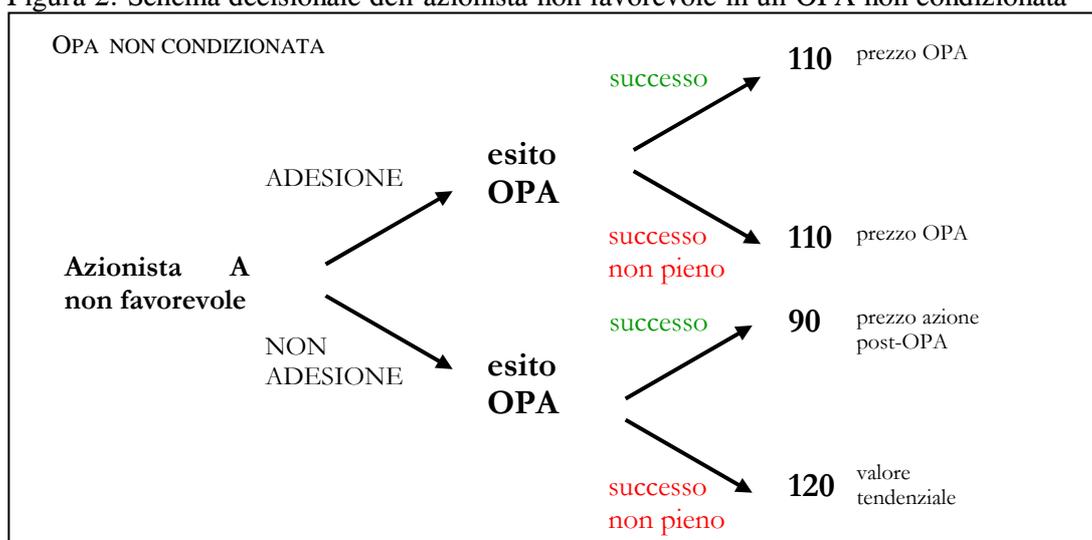
Il confronto tra i risultati economici associati alle due diverse possibilità a disposizione dell'azionista rende evidentemente preferibile l'adesione che, quale che sia la probabilità di successo dell'OPA, garantisce il più elevato risultato<sup>8</sup>. Infatti anche qualora la probabilità di successo dell'offerta fosse molto bassa, il fatto che l'OPA sia condizionata al raggiungimento della condizione di successo rende conveniente per l'azionista la scelta di aderire in quanto, nel caso di fallimento dell'offerta, la sua decisione decadrebbe automaticamente mentre, nell'ipotesi di successo, l'adesione avrebbe una funzione di "assicurazione" che gli consente di ottenere un prezzo superiore al valore atteso del titolo post-OPA. Pertanto in un'OPA condizionata l'azionista A sarebbe razionalmente indotto ad aderire per massimizzare il risultato del proprio investimento, a prescindere dal proprio giudizio sul merito dell'offerta e dalla stima soggettiva sulla sua probabilità di successo.

<sup>8</sup> Più precisamente l'adesione, a parità di risultato economico in caso di fallimento dell'OPA, massimizza il risultato economico in ipotesi di successo della stessa.

Nel caso in cui l'OPA non sia, invece, condizionata al verificarsi di alcuna condizione il fenomeno della *pressure to tender* si caratterizza per il fatto di dipendere dalla stima soggettiva dell'investitore A circa la probabilità di successo dell'offerta. Pur essendo il concetto di successo di un'offerta incondizionata opinabile dal momento che l'offerente procederà all'acquisto delle azioni qualunque sia la percentuale di capitale raccolto, è possibile ritenere che un'offerta incondizionata non abbia avuto pienamente successo quando non abbia consentito all'offerente il pieno raggiungimento degli obiettivi prefissati (ad esempio quando uno scalatore non abbia conseguito il controllo della società o quando l'azionista di controllo che mirava al *delisting* non abbia raggiunto partecipazioni qualificate tali da garantire il controllo anche dell'assemblea straordinaria).

La decisione dell'azionista non favorevole A sull'aderire o meno all'offerta si fonda su uno schema decisionale (Figura 2) che vede in caso di adesione l'ottenimento certo del prezzo d'offerta (110), e in caso di non adesione un risultato che dipende dall'esito dell'OPA. Qualora l'OPA abbia successo, inteso come pieno raggiungimento degli obiettivi dell'offerente, l'azionista A si troverebbe in possesso di azioni di cui si aspetta una riduzione di valore (90). Se invece l'OPA non ha avuto l'esito auspicato dall'offerente è possibile, nell'ottica di A, che il prezzo dell'azione si avvicini al valore tendenziale (120).

Figura 2. Schema decisionale dell'azionista non favorevole in un'OPA non condizionata



Questa rappresentazione identifica uno scenario in cui non esiste una strategia a priori dominante, in quanto il risultato economico certo connesso all'adesione deve essere confrontato con il risultato economico della non adesione, che dipende dalla probabilità che l'offerta abbia pienamente successo. Quanto più elevata è secondo l'azionista A tale probabilità, tanto più questi è indotto ad aderire all'offerta a prescindere dalla sua convenienza<sup>9</sup>.

A prescindere dall'esistenza o meno di una condizione di successo dell'offerta, la scelta dell'azionista è inoltre influenzata dall'incertezza che riguarda l'affidabilità delle proprie stime soggettive circa valore tendenziale dell'azione e prezzo post-OPA. Le decisioni di un investitore che agisce secondo schemi pur razionali sono quindi condizionate dall'esistenza di una strutturale

<sup>9</sup> Nell'esempio in esame, la probabilità di successo che rende identico il risultato economico dell'adesione e della non adesione è del 33.3%; qualora l'azionista A ritenga che l'OPA abbia una probabilità di successo maggiore del 33.3% dovrebbe optare per l'adesione, altrimenti per la non adesione.

asimmetria informativa rispetto al reale valore della società e alle intenzioni dell'offerente.

In sintesi, gli aspetti che influenzano e determinano la *pressure to tender* risiedono:

1. in primo luogo, nella simultaneità della decisione tra singoli azionisti che configura un problema di azione collettiva e quindi nell'incertezza sulle probabilità di successo dell'offerta;
2. in secondo luogo, nell'incertezza sull'affidabilità delle stime soggettive dei parametri in base ai quali il giudizio sull'offerta viene determinato (valore tendenziale e prezzo atteso dell'azione post-OPA).

La riduzione dell'incertezza sull'esito dell'offerta può essere ricercata mediante la previsione di una riapertura dei termini dell'offerta che consenta agli azionisti che non abbiano inizialmente aderito ad un'OPA rivelatasi di successo, di apportare le proprie azioni nel corso del c.d. secondo *round*.

La riduzione dell'incertezza circa le valutazioni soggettive degli investitori riguardo al valore tendenziale dell'azione e al prezzo di mercato post-OPA può essere promossa rafforzando l'informativa destinata al mercato, ad esempio potenziando il contenuto informativo del comunicato dell'emittente includendovi una valutazione dell'offerta degli amministratori indipendenti.

## **2. LA RIAPERTURA DEI TERMINI DELL'OFFERTA**

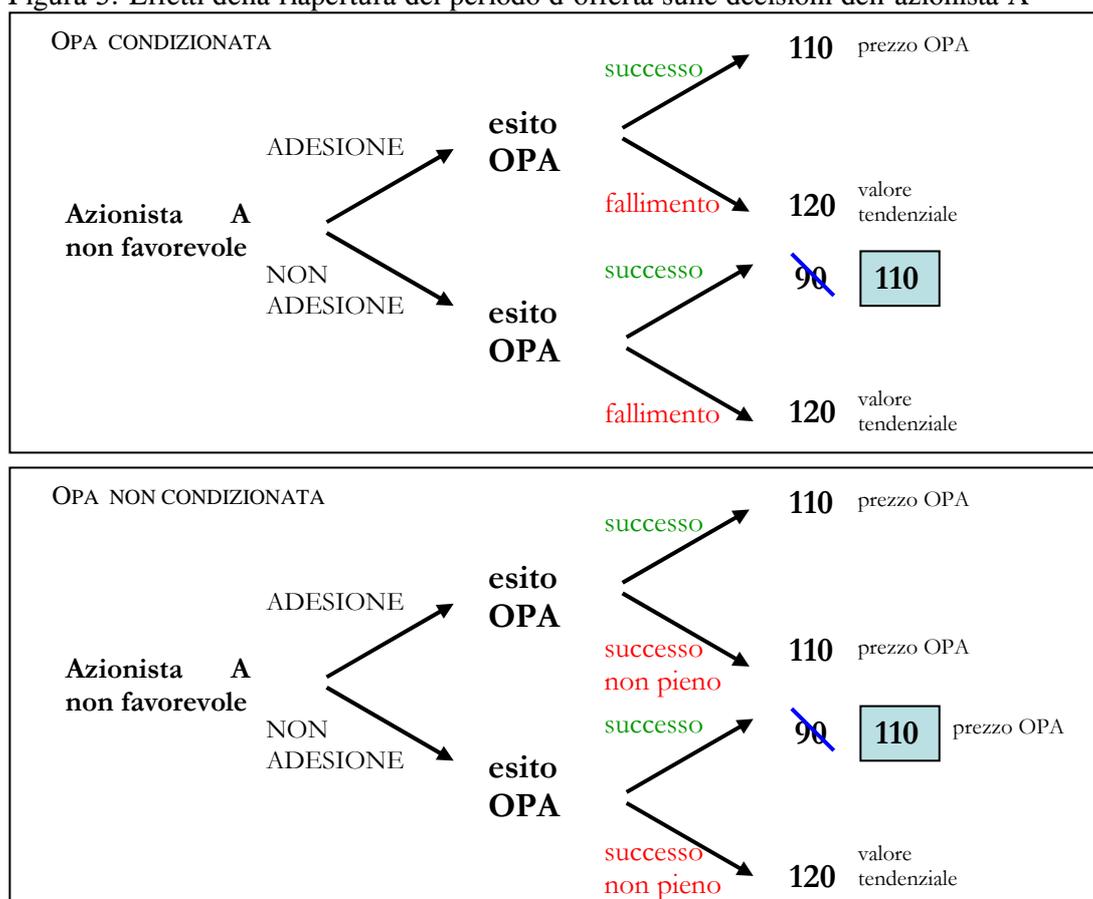
L'attenuazione del problema di azione collettiva di cui si è fornita un'illustrazione può essere realizzata prevedendo una riapertura dei termini delle offerte che consenta agli investitori che reputano l'offerta non conveniente di aspettare l'(eventuale) apertura di un secondo *round* per le adesioni e decidere se apportare le proprie azioni una volta noti i risultati dell'offerta.

### ***2.1 Analisi dell'impatto sulle scelte dei piccoli azionisti***

L'efficacia della riapertura dei termini dell'offerta quale soluzione utile a mitigare i problemi appena illustrati è stata oggetto di un'analisi delle scelte di un ipotetico azionista non favorevole all'offerta. Proseguendo nei precedenti ragionamenti, si osservano gli effetti della previsione di un secondo *round* in caso di offerte condizionate e non condizionate (Figura 3).

In un'OPA condizionata la concessione di un secondo *round* per le adesioni, a seguito della conclusione dell'offerta, tutela l'azionista dallo scenario più sfavorevole, ovvero sia dal rischio di non aderire in ipotesi di successo dell'OPA, e di rimanere quindi in possesso di un titolo il cui valore, per effetto del mutamento dell'assetto proprietario, può ridursi. Anche in tale eventualità, con il secondo *round*, all'azionista è garantita la possibilità di aderire successivamente alla chiusura dell'offerta e di ottenere il corrispettivo. Pertanto, l'effetto della riapertura del periodo di adesione è, nel caso di un'OPA condizionata, di neutralizzare la distorsione precedentemente illustrata che indurrebbe l'azionista A ad aderire all'offerta pur non reputandola vantaggiosa. Dal confronto tra i risultati economici dell'adesione e della non adesione emerge infatti l'assenza di una strategia dominante; l'azionista A può quindi razionalmente optare per la non adesione se reputa l'offerta non conveniente.

Figura 3. Effetti della riapertura del periodo d’offerta sulle decisioni dell’azionista A



In un’OPA non condizionata la riapertura del periodo di adesione appare in prima analisi creare un incentivo per A a non aderire all’offerta, dal momento che il risultato economico associato alla non adesione diviene certamente più elevato di quello associato all’adesione (per qualsiasi probabilità di pieno successo dell’OPA). A ben guardare, la scelta di non aderire per A deriva unicamente dalla propria stima circa il reale valore della società, elemento soggettivo in base al quale lo stesso azionista si manifesta contrario all’OPA<sup>10</sup>. Pertanto il secondo round nelle offerte non condizionate avrebbe il semplice effetto di consentire all’azionista dissenziente di scegliere solo in base al confronto tra il prezzo d’OPA e la propria stima del valore tendenziale della società. Tuttavia, come verrà meglio illustrato in seguito, se l’apertura del secondo round è incondizionata, anche gli azionisti favorevoli all’offerta potrebbero tendere ad aspettare tale fase facendo venir meno il valore segnaletico della loro scelta per gli azionisti sfavorevoli, per i quali potrebbe quindi ripresentarsi un problema di azione collettiva (traslato nel secondo round).

## 2.2 Analisi del diritto comparato

La riapertura dei termini costituisce una previsione già adottata nei principali ordinamenti esteri di riferimento. Si propone una rassegna della disciplina in materia vigente nel Regno Unito, in

<sup>10</sup> Trattandosi di una stima soggettiva, la cui fondatezza dipende dalle capacità valutative del singolo azionista e dalla rilevanza delle asimmetrie informative che inevitabilmente le condizionano, non si ritiene che la riapertura dei termini in un’offerta non condizionata determini una distorsione nella scelta di A, rendendo cioè certamente preferibile la non adesione, ma che gli consenta semplicemente di agire in linea con la propria stima del valore tendenziale.

Francia, in Germania e negli Stati Uniti.

Nell'ordinamento inglese, la *Rule 31.4 del Takeover Code*<sup>11</sup> dispone che, qualora un'offerta diventi o sia dichiarata incondizionata, essa rimanga aperta per non meno di 14 giorni ulteriori rispetto all'originaria data di chiusura, al fine di permettere l'adesione agli azionisti che non abbiano inizialmente accettato l'offerta. Se l'offerta è dichiarata incondizionata sin dall'origine nel documento di offerta, la riapertura del periodo di adesione non è richiesta, purché tale situazione sia stata precisata nel documento d'offerta. Pertanto la riapertura del periodo di adesione è destinata alle offerte sottoposte a condizione o dichiarate incondizionate solo successivamente al loro inizio.

Si precisa che nell'ordinamento inglese le offerte che mirano al conseguimento del controllo di una società quotata sono generalmente condizionate. La *Rule 10 del Takeover Code* dispone, infatti, che le offerte finalizzate al superamento del 50% del capitale rappresentato da azioni o altri titoli che conferiscono il diritto di voto devono includere una condizione di successo<sup>12</sup>. Deroghe a tale previsione sono ammesse dal *Panel* solo in casi eccezionali.

Nell'ordinamento francese, il *Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers*, nell'ambito delle disposizioni generali applicabili alle offerte pubbliche di acquisto, prevede all'Articolo 232-4<sup>13</sup> una riapertura dei termini per un periodo non inferiore a 10 giorni di mercato aperto sia per le offerte condizionate, purché sia stata raggiunta la condizione di successo, sia per quelle incondizionate. Tale riapertura deve avvenire entro 10 giorni dalla pubblicazione dei risultati.

La disposizione in esame non si applica però alle offerte pubbliche che seguono la c.d. procedura semplificata. Tali possono essere, ad esempio, le offerte promosse da un azionista (o da una coalizione di azionisti) che detiene una partecipazione almeno pari al 50% del capitale della quotata o che viene a detenere la medesima partecipazione a seguito di acquisti, le offerte parziali in cui la partecipazione che l'offerente potrà complessivamente detenere non supera il 10% del capitale o le offerte con cui la società compie operazioni di riacquisto delle proprie azioni (Articolo 233-1).

Anche l'ordinamento tedesco, nella sezione 16 del WpÜG<sup>14</sup> prevede un periodo aggiuntivo di adesione, entro due settimane dalla pubblicazione dei risultati, per coloro che non hanno aderito entro il termine inizialmente stabilito ad un'offerta finalizzata al conseguimento del controllo di una società quotata (raggiungimento di almeno il 30% del capitale). Tale disposizione non trova

---

<sup>11</sup> La *Rule 31.4*, intitolata "*Offer to remain open for 14 days after unconditional as to acceptances*" prevede che: "*After an offer has become or is declared unconditional as to acceptances, the offer must remain open for acceptance for not less than 14 days after the date on which it would otherwise have expired (see Rules 33.1 and 33.2). When, however, an offer is unconditional as to acceptances from the outset, a 14 day extension is not required but the position should be set out clearly and prominently in the offer document.*".

<sup>12</sup> Tali offerte possono essere dichiarate non condizionate solo se l'offerente ha acquisito (o ha dichiarato l'intenzione di acquisire) azioni per oltre il 50% del capitale della società *target*. Anche in tale caso, tuttavia, la riapertura dei termini dell'offerta ha luogo, in applicazione della *Rule 31.4*.

<sup>13</sup> L'Article 232-4 recita: "*Sauf si elle ne connaît pas une suite positive, toute offre réalisée selon la procédure normale est réouverte dans les dix jours de négociation suivant la publication du résultat définitif. La garantie du caractère irrévocable des engagements de l'initiateur, mentionnée à l'article 231-13, concerne également la réouverture de l'offre. L'AMF publie le calendrier de réouverture de l'offre qui dure au moins dix jours de négociation.*".

<sup>14</sup> La sezione 16, secondo periodo, prevede quanto segue: "*(...) In the case of a takeover bid, the shareholders of the target company who have not accepted the offer may accept the offer within two weeks of the publication referred to in section 23(1) sentence 1 no. 2 (additional acceptance period). Sentence 1 shall not apply if the offeror has made the offer subject to the acquisition of a minimum proportion of shares and such minimum proportion has not been achieved upon expiry of the acceptance period.(...)*".

applicazione se l'offerta era condizionata al raggiungimento di una soglia minima di adesione e tale condizione non si è realizzata. Pertanto, il secondo *round* è previsto, come nell'ordinamento francese, tanto per le offerte incondizionate quanto per quelle condizionate, purché in quest'ultimo caso sia stata raggiunta la soglia minima di adesione.

L'ordinamento statunitense prevede nella Rule 14(d)-11<sup>15</sup>, parte della regolamentazione della SEC attuativa del *Securities Exchange Act of 1934*, la riapertura dei termini dell'offerta quale facoltà concessa all'offerente in caso di offerte totalitarie e nel rispetto di determinate condizioni. La riapertura può estendersi per un periodo compreso tra i 3 e i 20 giorni lavorativi successivamente alla chiusura del periodo di offerta ordinario. Per un'analisi del trattamento in sede giudiziale nell'ordinamento statunitense delle operazioni di *freeze out* delle minoranze si rinvia al successivo paragrafo 3.2.

### ***2.3 Definizione della proposta di regolamentazione***

Ad esito delle analisi appena esposte, sono state definite le modalità secondo le quali la previsione di una riapertura dei termini dell'offerta è stata inserita nel Regolamento Emittenti (cfr. art. 40-*bis* della proposta di modifica). Nelle pagine che seguono saranno identificate e discusse le ipotesi di regolamentazione individuate con riferimento:

- a) all'ambito di applicazione della previsione in esame, cioè a quali offerte debba applicarsi;
- b) ai presupposti oggettivi il cui verificarsi ne determina l'applicazione in considerazione delle caratteristiche dell'offerta, cioè della presenza o meno di una condizione di successo;
- c) al coordinamento con le previsioni dell'art. 108 TUF in materia di obbligo di acquisto.

#### ***a) Ambito di applicazione: ipotesi di regolazione***

L'analisi teorica del problema della coazione a vendere e l'esame del diritto comparato suggeriscono che la riapertura dei termini debba indirizzarsi a tutte le offerte pubbliche di acquisto – volontarie od obbligatorie – aventi ad oggetto “titoli” nell'accezione del comma 2 dell'art. 101-*bis* TUF<sup>16</sup>.

Tuttavia, l'illustrazione del problema della *pressure to tender* ha individuato nelle offerte promosse da un soggetto *insider* e finalizzate alla revoca dalla quotazione dei titoli della società *target* un maggior potenziale di criticità per la tutela degli azionisti.

Un'ulteriore considerazione di natura teorica deve essere tenuta presente nella definizione

---

<sup>15</sup> La Rule 14(d)-11, intitolata ‘*Subsequent Offering Period*’ così dispone: “A bidder may elect to provide a subsequent offering period of three business days to 20 business days during which tenders will be accepted if: (a) the initial offering period of at least 20 business days has expired; (b) the offer is for all outstanding securities of the class that is the subject of the tender offer, and if the bidder is offering security holders a choice of different forms of consideration, there is no ceiling on any form of consideration offered; (c) the bidder immediately accepts and promptly pays for all securities tendered during the initial offering period; (d) the bidder announces the results of the tender offer, including the approximate number and percentage of securities deposited to date, no later than 9:00 a.m. Eastern time on the next business day after the expiration date of the initial offering period and immediately begins the subsequent offering period; (e) the bidder immediately accepts and promptly pays for all securities as they are tendered during the subsequent offering period; (f) the bidder offers the same form and amount of consideration to security holders in both the initial and the subsequent offering period.”

<sup>16</sup> “(...) gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria.”

dell'ambito di applicazione della previsione in esame. La *pressure to tender* non rappresenta l'unico elemento distorsivo che può influire sulle scelte degli azionisti in merito all'adesione ad un'OPA, dovendosi anche considerare il *free riding*: il piccolo azionista che ha un'aspettativa di aumento del valore della società in caso di esito positivo di un'OPA può infatti avere incentivo a non aderirvi per godere degli effetti che si attende contando sul suo successo<sup>17</sup>. L'adozione diffusa di tale comportamento può portare al caso-limite di fallimento di OPA ritenute vantaggiose dalla maggioranza degli oblati.

Dato che *pressure to tender* e *free riding* agiscono in senso opposto rispetto alle probabilità di successo di un'OPA, è opportuno considerare i loro effetti complessivi in termini di efficienza del mercato del controllo societario, giacché un intervento regolamentare volto alla mitigazione della sola *pressure to tender* potrebbe al limite ostacolare operazioni efficienti di riallocazione del controllo. Infatti, la permanenza della distorsione del *free riding* e la correzione della *pressure to tender* agiscono entrambe nella direzione di non indurre i piccoli azionisti ad aderire a un'offerta (sempre che, chiaramente, le valutazioni soggettive di questi ultimi sulle variabili rilevanti per la scelta – in particolare sul prezzo atteso post-OPA – li pongano nell'una o nell'altra situazione).

Le precedenti considerazioni hanno indotto la Consob a limitare l'ambito di applicazione della riapertura dei termini alle OPA in cui l'offerente è un soggetto *insider* rispetto alla società *target*, correggendo così la *pressure to tender* nelle offerte che presentano più elevati i rischi per la tutela degli investitori. Oltretutto, essendo queste offerte generalmente volte al *delisting* della società o a un ulteriore rafforzamento della posizione dell'azionista di controllo in vista di operazioni straordinarie, è meno probabile che si verifichino fenomeni di *free riding* in quanto è poco verosimile che il valore della società in sé aumenti successivamente all'offerta.

Nelle offerte promosse da un soggetto esterno agli attuali assetti di controllo della società, invece, le criticità sollevate dalla *pressure to tender* alla tutela degli investitori sono in parte compensate dalla funzione svolta dal prezzo di offerta. Il corrispettivo d'OPA rappresenta infatti la principale leva in mano all'offerente per rendere possibile una riallocazione del controllo, dovendo risultare appetibile agli azionisti diffusi e rilevanti per convincerli a consentire il mutamento del controllo. Le OPA c.d. esterne sono oltretutto le offerte in cui è più credibile la presenza di comportamenti di *free riding* da parte di azionisti che ritengono desiderabile il mutamento del controllo e che proprio per questo motivo preferiscono non uscire dall'azionariato della società. La presenza combinata di comportamenti di *free riding* e della possibilità per gli oblati di contare su una riapertura dell'offerta in caso di successo potrebbe avere effetti oltremodo negativi sulle adesioni nel primo *round* e di conseguenza sul successo di offerte potenzialmente vantaggiose.

Inoltre, possono essere escluse dall'ambito di applicazione della riapertura dei termini (quale che sia la natura del soggetto offerente) le offerte preventive parziali di cui all'art. 107 TUF, il cui impianto normativo e regolamentare già prevede meccanismi di mitigazione della *pressure to tender*, in particolare consentendo all'azionista di separare la propria decisione di aderire da una valutazione sul merito dell'offerta, essendo solo quest'ultima scelta decisiva per il successo della stessa. In accordo con l'opzione concessa dalla delega contenuta nell'art. 107 TUF comma 2, le modalità di approvazione dell'OPA stabilite dalla Consob prevedono che ad esprimersi sulla stessa siano anche i soci che non vi aderiscono. In particolare, l'art. 48 del Regolamento Emittenti dispone che *“l'adesione all'offerta equivale a dichiarazione di approvazione se non*

---

<sup>17</sup> Cfr. Grossman S.J e O.D. Hart (1980), Takeover Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation, *Bell Journal of Economics* n. 11, p. 42-46.

*accompagnata da una contraria manifestazione espressa di volontà*". Pertanto è possibile che un azionista aderisca all'offerta esprimendo però voto contrario sulla stessa. La presenza di tale meccanismo di tutela degli azionisti di minoranza dissenzienti induce quindi ad escludere la previsione della riapertura dei termini nei casi di OPA preventive parziali.

Ferma la possibilità di introdurre il regime differenziato per natura dell'offerente, la riapertura dei termini dovrebbe comunque applicarsi a tutte le offerte totalitarie volontarie e obbligatorie, al fine di evitare che le modalità con cui l'offerente arrivi alla promozione di un'offerta determinino una non corretta mancata applicazione della disciplina in esame.

In considerazione delle precedenti argomentazioni, la Consob sottopone alla consultazione del mercato una proposta di ambito applicativo della riapertura dei termini secondo la quale - al verificarsi dei presupposti oggettivi che saranno specificati in base alle caratteristiche dell'offerta (cfr. *infra*) - la previsione in esame trova applicazione nelle offerte pubbliche totalitarie, volontarie od obbligatorie, aventi ad oggetto "titoli" che sono promosse da:

- un azionista che detiene una partecipazione superiore alla soglia del 30% rilevante per l'OPA obbligatoria;
- gli azionisti che aderiscono ad un patto parasociale avente ad oggetto una partecipazione superiore alla medesima soglia;
- gli amministratori o i consiglieri di gestione o di sorveglianza della società;
- da persone che agiscono di concerto con i soggetti sovraindicati.

*b) Caratteristiche dell'offerta: ipotesi di regolazione e analisi di impatto*

Quale che sia l'insieme delle offerte che saranno destinatarie della disciplina della riapertura dei termini, l'ulteriore dimensione di analisi rilevante, come già evidenziato, riguarda la presenza o meno di condizioni di adesione minima a cui l'offerente subordina l'efficacia dell'offerta.

Ad esito dell'analisi teorica del problema nonché dell'osservazione delle soluzioni che nei principali ordinamenti esteri di riferimento sono state formulate quali correttivo della coazione a vendere, sono state individuate tre ipotesi di regolamentazione che tengono conto delle caratteristiche dell'offerta in termini di presenza o meno di una condizione di successo.

Ipotesi regolatoria 1: prevedere la riapertura del periodo d'offerta per le sole offerte condizionate sia nel caso in cui la condizione sia stata raggiunta, sia nel caso in cui l'offerente abbia rinunciato alla condizione, nella presunzione che con tale comportamento egli ritenga di aver (già o comunque) raggiunto gli obiettivi prefissatisi.

La *ratio* di tale ipotesi regolatoria risiede nella considerazione che il fenomeno della *pressure to tender* assume maggiore rilevanza nelle offerte condizionate al superamento di una soglia partecipativa, nelle quali, come si è visto, l'adesione costituisce la strategia dominante.

L'Ipotesi regolatoria 1, seppure in linea con l'esperienza inglese, introduce però una disparità di disciplina tra offerte condizionate e non condizionate che può avere l'effetto di creare un incentivo per l'offerente a optare per l'uno o per l'altro tipo di offerta in base alla valutazione dei diversi problemi di scelta degli azionisti. Ad esempio, potrebbe essere preferibile per l'offerente intenzionato al *freeze out* delle minoranze non specificare una condizione minima di successo. In tal modo, egli trarrebbe beneficio dalla permanenza della *pressure to tender* nei processi di scelta degli oblati e dalla possibilità che l'atteso successo dell'offerta, e il connesso timore di rimanere

in possesso di titoli di minor valore di mercato, spinga anche gli azionisti non favorevoli ad aderirvi.

Ipotesi regolatoria 2: prevedere che la riapertura del periodo d'offerta si applichi sia alle offerte condizionate che incondizionate.

Tale scelta è motivata dal riconoscimento che la *pressure to tender* interessa, seppure con dei distinguo, entrambe le tipologie di offerta, ed è pertanto opportuno promuovere una sua efficace attenuazione e realizzare un effettivo *level playing field* tra OPA condizionate e non condizionate (anche per evitare effetti di disincentivo alla promozione delle prime).

Si tratta di una strada già seguita negli ordinamenti francese e tedesco che però comporta il rischio di disincentivare gli oblati di un'offerta non condizionata, anche se favorevoli, dall'aderire immediatamente all'offerta.

La riapertura dei termini nelle offerte incondizionate può quindi determinare una diluizione dei tempi di definizione del risultato dell'offerta, con il rischio che anche OPA ritenute vantaggiose dagli azionisti potrebbero terminare il periodo di offerta originario con un numero di adesioni più basso. Una scarsa adesione al termine del primo *round* può avere un effetto di segnalazione per il mercato circa:

- la convenienza dell'offerta, e pertanto la distanza tra prezzo d'OPA e valore tendenziale dell'azione, giacché poche adesioni potrebbero indicare che le condizioni offerte non riflettono il reale valore delle azioni;
- la probabilità di pieno successo dell'offerta, che potrebbe essere percepita come bassa in caso di scarsa adesione al termine del primo *round*.

Questi effetti di *signalling* sono efficaci qualora corrispondano ad una fondata valutazione degli investitori e riflettano le loro successive intenzioni, ma appaiono al contrario controproducenti qualora il comportamento seguito nel primo *round* venga, come legittimo, invertito nel secondo.

Poiché, data l'assenza di incentivi ad aderire prontamente persino per l'investitore favorevole, le scelte assunte dagli oblati nel primo *round* di un'offerta incondizionata avrebbero uno scarso valore segnaletico della bontà dell'offerta, gli investitori indecisi o contrari all'offerta non potrebbero farvi affidamento nel decidere se aderire o meno nel corso della riapertura dei termini. Per questi ultimi si delineerebbe allora, ancora una volta, una situazione di incertezza sul reale apprezzamento dell'offerta da parte degli altri investitori e, di conseguenza, sul suo probabile esito. In tale scenario (come mostrato dalla Figura 2), ogni qualvolta l'azionista ritenga sufficientemente probabile il successo dell'offerta ad esito della riapertura, l'adesione tornerebbe ad essere la strategia preferibile: l'azionista subirebbe quindi ancora una volta gli effetti della *pressure to tender* nel corso del secondo *round*. Le considerazioni appena svolte inducono quindi a tenere presenti i possibili effetti indesiderati che la riapertura dei termini determina nelle offerte non condizionate.

Ipotesi regolatoria 3: ferma restando l'applicabilità della riapertura in caso di offerte condizionate, prevedere che nelle offerte incondizionate il secondo *round* si apra solo ove al termine del primo (e altrimenti unico) *round* l'offerente abbia raggiunto una data percentuale di capitale o di adesioni.

Tale soluzione si propone di mitigare il già descritto disincentivo ad aderire immediatamente nelle

OPA incondizionate con un meccanismo che, al contrario, induca gli azionisti ad aderire tempestivamente se ritengono l'offerta vantaggiosa. Si potrebbe quindi prevedere che, ferma restando la riapertura dei termini nelle offerte condizionate che abbiano avuto successo, nelle OPA non condizionate il secondo *round* si apra solo se nel periodo di offerta il numero di adesioni ha superato una certa soglia, calcolata sul capitale della società o sul quantitativo dei titoli oggetto dell'offerta. Questa soluzione introduce di fatto anche nelle offerte incondizionate una condizione o "presunzione" di successo. Il mancato raggiungimento della condizione non sarebbe chiaramente ostativo all'acquisto dei titoli da parte dell'offerente, come nel caso delle OPA condizionate, bensì alla sola riapertura dell'offerta.

La riapertura dei termini in un'OPA non condizionata potrebbe avere luogo nei casi in cui nella prima fase di adesione si avveri almeno una delle seguenti condizioni:

- a) l'offerente abbia raggiunto una partecipazione tale da assicurare il controllo di diritto della società (50% del capitale più un'azione) o il controllo matematico dell'assemblea straordinaria (2/3 del capitale);
- b) nel corso dell'offerta abbia aderito oltre il 50% dei titoli che ne costituivano oggetto.

Entrambe le condizioni vogliono individuare situazioni di sicuro o presumibile successo dell'offerta, nelle quali le esigenze di tutela degli investitori oblati (e le distorsioni indotte dalla *pressure to tender*) sono amplificate dal più elevato rischio di deprezzamento dell'azione a seguito dell'OPA.

In particolare, la condizione *sub a)* collega la riapertura dei termini in un'offerta non condizionata al verificarsi di una condizione giuridicamente rilevante, cioè il conseguimento di una partecipazione, rispettivamente, di controllo dell'emittente quotato e il raggiungimento di una posizione di controllo "assoluto" (attraverso la certezza di poter realizzare anche le operazioni di competenza dell'assemblea straordinaria).

La condizione *sub b)* collega invece la riapertura dei termini nelle OPA incondizionate al successo dell'offerta in termini di adesioni ottenute, che si avrebbe quando queste ultime raggiungono almeno la metà dei titoli oggetto di offerta. Tale condizione vuole inoltre colmare i vuoti che l'applicazione della sola condizione *sub a)* potrebbe lasciare: ad esempio, il caso in cui l'offerta è promossa da un azionista di controllo la cui partecipazione iniziale è già superiore ai 2/3 del capitale e, ad esito dell'OPA, la liquidità del titolo si riduce sensibilmente ma non si verificano i presupposti per l'applicazione dell'obbligo di acquisto.

L'Ipotesi regolatoria 3 tutela quindi gli investitori che giudicano l'OPA svantaggiosa ma che potrebbero aderirvi in quanto soggetti a *pressure to tender*, poiché ammette la riapertura dei termini in tutte le offerte condizionate e nelle offerte incondizionate che abbiano ottenuto successo in termini di partecipazione raggiunta o di adesioni ottenute. In generale, tale sistema offre tutela anche nelle situazioni in cui l'offerente arrivi a detenere partecipazioni che gli consentono un controllo "assoluto" della società e che riducono notevolmente la liquidità del titolo, ma che non raggiungono le soglie partecipative del 90% e del 95%, oltre le quali trovano applicazione gli istituti dell'obbligo e del diritto di acquisto.

L'Ipotesi regolatoria 3 appare quindi quella più idonea a realizzare le finalità di vigilanza in quanto:

- migliora la tutela degli investitori correggendo la *pressure to tender* in tutte le offerte, a prescindere dall'esistenza di una condizione di successo, e consentendo in ultima analisi la riduzione dei rischi di espropriazione;
- aumenta l'efficienza del mercato del controllo grazie alla correzione del fenomeno

- distorsivo in esame;
- garantisce, a differenza delle due precedenti ipotesi, un *level playing field* sostanziale tra offerte condizionate e incondizionate.

Si rinvia all'art. 40-*bis* e al relativo commento (Allegato 1) per l'illustrazione delle modalità tecniche con cui la soluzione in esame è stata inserita nella regolamentazione delle OPA (non solo con riferimento alle offerte su "titoli" ma anche a quelle su quote di fondi chiusi).

c) Legittimità della previsione e coordinamento con la disciplina dell'obbligo di acquisto

La proposta di introdurre una regola che disciplini la procedura d'offerta prevedendo, al verificarsi delle citate condizioni, una riapertura dei termini, appare compatibile con la delega legislativa prevista dall'articolo 103, comma 4, lett. a), del TUF che prevede che "[l]a Consob detta con regolamento disposizioni di attuazione [...] e in particolare disciplina [...] le modalità [...] per lo svolgimento dell'offerta".

La nuova previsione deve essere coordinata con le disposizioni contenute nell'articolo 108 del TUF, al fine di tenere conto dell'eventualità che la soglia del 90% sia superata al termine del primo *round*. Si ricorda infatti come al superamento di tale percentuale del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto, l'offerente possa scegliere, secondo quanto dichiarato in precedenza, tra l'adempimento di un obbligo di acquisto delle azioni residue (c.d. *sell-out*) e il ripristino entro novanta giorni di *un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni*.

Potrà quindi verificarsi che la soglia del 90% sia raggiunta al termine del primo *round* senza che si siano verificate le condizioni per la riapertura dei termini dell'offerta<sup>18</sup>; in tale caso l'offerente procederà ad adempiere all'obbligo di acquisto salva la facoltà di ripristinare il flottante.

Potrà altresì verificarsi che, ove sia stata superata la soglia del 90% al termine del periodo di offerta, si siano contestualmente verificate le condizioni per la riapertura dei termini. Si distingue in questo caso tra due possibili scenari:

- i) l'offerente abbia dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di procedere al *sell-out*; in tal caso dovrà ritenersi immediatamente applicabile la disciplina dell'obbligo di acquisto<sup>19</sup>. Poiché, oltre all'esigenza di consentire la cancellazione dai listini di titoli non liquidi, l'istituto del *sell-out* risponde (come la riapertura dei termini) alla finalità di ridurre la coazione a vendere<sup>20</sup>, si ritiene che, nella citata situazione, esso debba trovare applicazione

---

<sup>18</sup> L'eventualità che l'offerente venga a detenere più del 90% del capitale dell'emittente ma che non si verifichino le condizioni per la riapertura dei termini riguarda: (i) le offerte condizionate in cui non si sia avverata la condizione minima di successo (es. OPA condizionata al raggiungimento del 95% in cui tale partecipazione non è stata raggiunta), (ii) le offerte incondizionate nelle quali la partecipazione iniziale dell'offerente superi l'80% del capitale e non venga apportato più del 50% delle azioni oggetto dell'offerta. Inoltre la riapertura dei termini non si applica alle offerte diverse da quelle "interne".

<sup>19</sup> Ove il prezzo del *sell-out* coincida con il prezzo dell'offerta precedente, la riapertura dei termini potrebbe costituire la modalità con cui l'offerente adempie all'obbligo di acquisto, in accordo con la facoltà ammessa dal comma 6 dell'art. 108 del TUF.

<sup>20</sup> Il "Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids", p. 62, consultabile al sito [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf) "*the sell-out right is an appropriate mechanism to counter the pressure on shareholders to tender in the takeover bid. In the consultations organised by the Group, the view has been expressed that there is no justification for a sell-out right in situations where a takeover bid has taken place, because the minority shareholders have the opportunity to sell in that bid. The Group does not share this view and considers instead that minority shareholders may have good reasons (unattractive price,*

in luogo del secondo *round*;

- ii) l'offerente abbia dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di ripristinare il flottante in caso di superamento del 90%. In tal caso si ritiene che il secondo *round* debba comunque aver luogo in qualità di seconda parte dell'offerta originaria e l'offerente possa procedere al ripristino del flottante a seguito del secondo *round*. Tale scelta è motivata sia dal riconoscimento della compatibilità giuridica di una tale previsione con la normativa data la natura di regola procedimentale della riapertura dei termini, sia dalle indicazioni dell'analisi economica, in quanto se l'intenzione dell'offerente di ripristinare il flottante divenisse motivo di non applicazione del secondo *round* (ove se ne fossero verificati i presupposti) la coazione a vendere non sarebbe nella sostanza mitigata.

Una dimostrazione di questa affermazione può essere offerta ancora una volta dallo schema decisionale del piccolo azionista A che subisce gli effetti della *pressure to tender*. L'ipotizzato prezzo del titolo post-OPA (90) riflette le aspettative dell'investitore di riduzione del valore del titolo per effetto del successo dell'OPA. In tali aspettative si ravvisa una componente legata al conseguimento/rafforzamento del controllo da parte dell'offerente e una componente legata alla minore liquidità del titolo. Anche nell'ipotesi in cui la misura del flottante (residuo o ricostituito) non influenzi il prezzo del titolo post-OPA - e pertanto che l'azione valga 90 qualunque sia la quota di flottante presente sul mercato a seguito del successo dell'offerta - l'investitore rimarrebbe comunque esposto alla *pressure to tender* se il secondo *round* non si aprisse al verificarsi delle condizioni o presunzioni di successo (Figura 4).

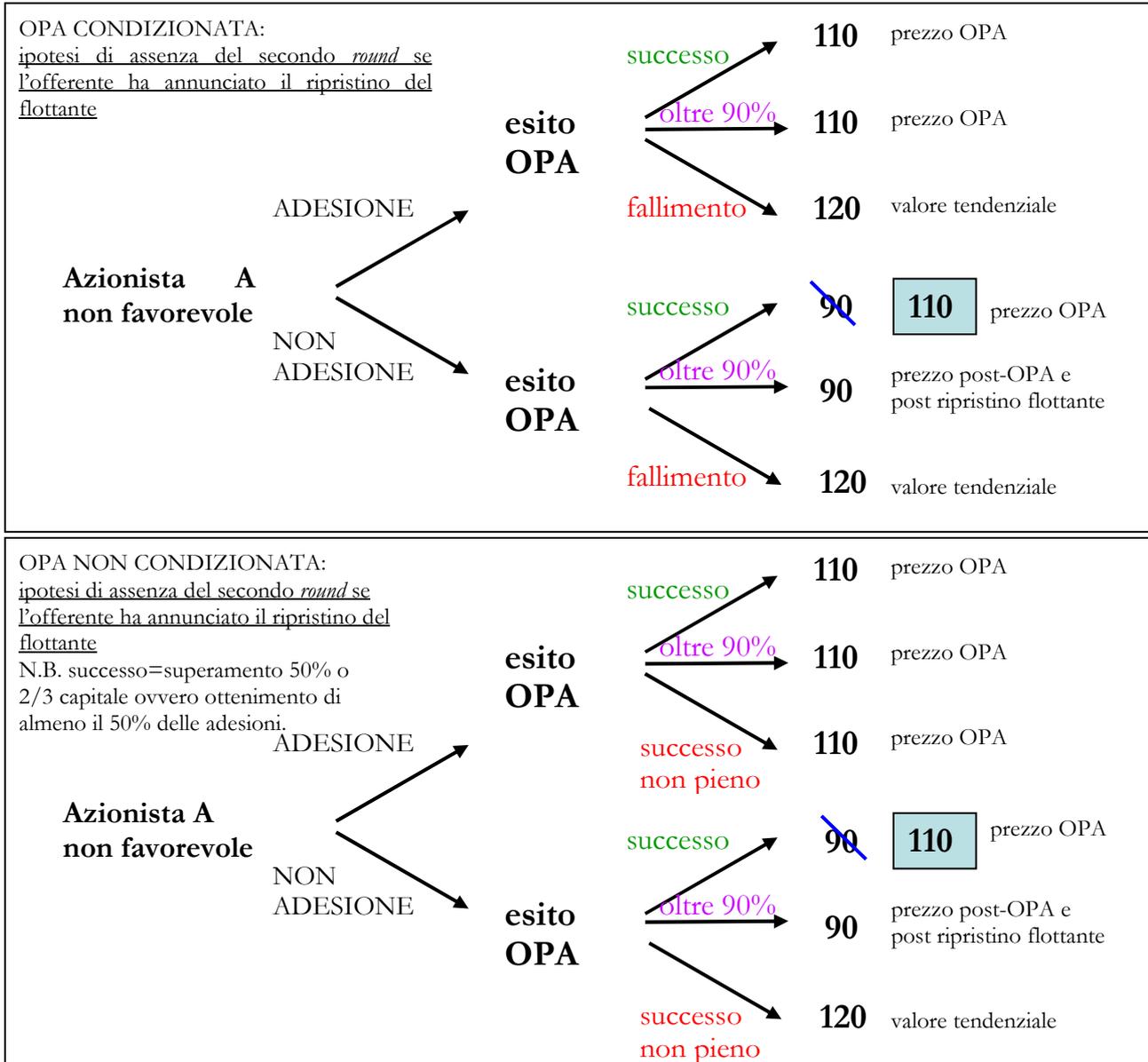
Tale conclusione è di immediata evidenza per le offerte condizionate (strutturalmente esposte in modo certo alla *pressure to tender*), nelle quali il risultato economico dell'adesione supera quello della non adesione, per qualsiasi esito dell'offerta (successo, fallimento o superamento del 90%). La mancata riapertura dei termini, ove nel corso del primo *round* le adesioni superino il 90% del capitale e l'offerente abbia dichiarato l'intenzione di ricostituire il flottante, renderebbe nuovamente l'adesione la strategia dominante. La *pressure to tender* non sarebbe quindi corretta perché l'azionista A, nel timore che sia superata la soglia del 90% e di rimanere quindi in possesso di titoli del valore di 90, preferirebbe aderire all'offerta.

Nelle offerte non condizionate non è possibile stabilire *a priori* una strategia dominante tra quella di aderire e di non aderire, essendo la scelta tra la prima e la seconda influenzata dalla stima soggettiva dell'investitore circa i probabili esiti dell'offerta. Lo scenario più temuto dall'investitore sarebbe proprio quello di superamento del 90% del capitale, poiché nel caso in cui l'offerta abbia successo ma il 90% non sia però raggiunto, potrebbe comunque contare sulla possibilità di ottenere il prezzo d'OPA nel corso del secondo *round*.

---

*promising perspectives for the company...)* for not selling in the course of the bid, but should be entitled to modify their decision in view of the outcome of the bid. A rule whereby the consideration required in the sell-out procedure should normally not be higher than the consideration offered in the bid would help to prevent purely speculative behaviours”.

Figura 4. Schema decisionale dell'azionista A in caso di ripristino del flottante



**3. IL PARERE DEGLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI SULL'OFFERTA**

La previsione di un parere degli amministratori indipendenti sull'offerta costituisce un intervento volto ad attenuare il problema dell'incertezza delle valutazioni degli investitori sulla sua convenienza.

**3.1 Le asimmetrie informative dei piccoli azionisti**

L'analisi teorica del problema della *pressure to tender* ha evidenziato come i piccoli azionisti destinatari di un'offerta pubblica siano interessati non solo da un problema di azione collettiva ma anche da rilevanti asimmetrie informative nel compiere le proprie valutazioni sulle variabili rilevanti per decidere se aderire. I due problemi interagiscono e si sommano a quelli originati dalla condizione di razionalità limitata in cui versa l'investitore marginale.

Colmare le asimmetrie informative cui sono soggetti gli investitori – obiettivo già fatto proprio da diverse disposizioni quali, ad esempio, quelle sul contenuto del documento d’offerta o sulle informazioni da includere nel comunicato dell’emittente – permette di allineare il più possibile il *set* informativo di offerente e oblati e di consentire a questi ultimi di giudicare in modo più consapevole la convenienza dell’offerta.

In particolare, l’incertezza a cui sono soggetti gli investitori riguarda la propria stima dei due parametri con cui essi confrontano il corrispettivo dell’offerta: valore tendenziale della società (in assenza o in caso di fallimento dell’offerta) e prezzo atteso dell’azione post-OPA.

Nel valutare la convenienza dell’offerta mediante il confronto tra prezzo d’OPA e valore tendenziale della società, la posizione di svantaggio informativo è molto elevata per gli investitori marginali. Per ogni singolo azionista una valutazione di convenienza approfondita è ostacolata dalle limitazioni che affliggono il suo livello di informazione sulle variabili rilevanti e dalla condizione di razionalità limitata, ed è oltremodo costosa per un singolo investitore.

Ove a compiere tale valutazione siano però soggetti che, in virtù della propria carica, godono di privilegi informativi rispetto al reale valore della società *target*, le inefficienze che affliggono la valutazione dei singoli investitori sono in larga misura superate. La valutazione dell’offerta da parte del *board* della società *target* è a questo fine un importante presidio, sulla cui obiettività possono tuttavia influire, nel caso di offerte ostili, i concreti rischi di *turnover* per i membri dell’organo amministrativo e, nel caso di offerte “interne”, i legami (soprattutto del *management*) con l’offerente.

Per questi motivi, il compito di esprimere un parere sull’offerta dovrebbe essere altresì attribuito a soggetti in posizione di maggiore indipendenza rispetto all’evoluzione dell’assetto di controllo della società ma al tempo stesso in possesso di (o in grado di accedere a) un patrimonio informativo privilegiato sul valore fondamentale dell’emittente rispetto a quello disponibile ad un piccolo investitore.

### 3.2 *Analisi del diritto comparato*

Una valutazione “indipendente” dell’offerta è una prassi largamente adottata nel Regno Unito, in Francia e negli Stati Uniti, seppure con degli elementi di differenziazione che riguardano quali soggetti siano incaricati di compierla (esperti indipendenti o amministratori indipendenti) e in quali tipi di offerte essa sia richiesta (qualsiasi offerta o offerte promosse da “soggetti interni”).

Nell’ordinamento inglese, la *Rule 3.1*<sup>21</sup> del *Takeover Code* richiede che l’organo amministrativo della società *target* di una qualsiasi offerta richieda il parere di un esperto indipendente sulla stessa e lo renda noto ai propri azionisti. Tale disposizione interessa pertanto qualsiasi tipo di offerta, indipendentemente dalla natura del soggetto che la promuove. Tuttavia, nelle *Notes*<sup>22</sup>

---

<sup>21</sup> La *Rule 3.1* prevede che: “*The board of the offeree company must obtain competent independent advice on any offer and the substance of such advice must be made known to its shareholders.*”.

<sup>22</sup> La prima delle *Notes On Rule 3.1* afferma che: “*The requirement for competent independent advice is of particular importance in cases where the offer is a management buy-out or similar transaction or is being made by the existing controller or group of controllers. In such cases, it is particularly important that the independence of the adviser is*

relative alla disposizione in esame viene riconosciuta la particolare importanza della previsione nel caso di offerte promosse da *manager* o dall'azionista di controllo, nelle quali è fondamentale assicurare l'indipendenza dell'esperto prescelto.

Nell'ordinamento francese, l'Articolo 261-1<sup>23</sup> del *Règlement Général de l'AMF* richiede che la società *target* di un'OPA incarichi un esperto indipendente di compiere una valutazione dell'offerta, da allegare al comunicato dell'emittente, ogni qualvolta sia plausibile l'esistenza di un conflitto d'interesse in seno agli organi sociali che potrebbe influire sulla valutazione dell'offerta che essi sono chiamati a compiere o minare l'equo trattamento degli oblati. Lo stesso articolo indica inoltre una serie di situazioni in presenza delle quali l'esistenza di un conflitto d'interessi è più plausibile, e pertanto la valutazione dell'esperto indipendente è richiesta, tra queste si trovano le ipotesi in cui l'offerta sia promossa dall'azionista di controllo dell'emittente e in cui vi siano accordi tra l'offerente e l'azionista di controllo o il *management* dell'emittente. L'emittente può inoltre, sotto la propria responsabilità, escludere la pubblicazione di alcune informazioni contenute nell'*opinion* purché ciò risponda a un suo legittimo interesse e l'omissione non sia tale da indurre in errore il pubblico (Articolo 231-19, terzo punto<sup>24</sup>).

Negli Stati Uniti, la valutazione dell'offerta da parte degli amministratori indipendenti nelle operazioni di *freeze out* realizzate (anche) tramite offerte pubbliche di acquisto<sup>25</sup> costituisce una

*beyond question.*”.

<sup>23</sup> L'article 261-1 prevede quanto segue: “I. - *La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre. Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :*

1° *Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre;*

2° *Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance;*

3° *Lorsque l'actionnaire qui la contrôle au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce n'apporte pas ses titres à une offre publique de rachat lancée par la société sur ses propres titres;*

4° *Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée;*

5° *Lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre;*

6° *Lorsque l'acquisition de la société visée est rémunérée par des instruments financiers mentionnés au 1° du II de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier donnant accès ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote de l'initiateur ou d'une société appartenant au groupe de l'initiateur, autres que des actions.*

II. - *La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en oeuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16.*”

<sup>24</sup> “*La note en réponse de la société visée, dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF, mentionne : (...) 3° Le rapport de l'expert indépendant dans les cas prévus à l'article 261-1. La société visée peut, sous sa responsabilité, décider de ne pas mentionner certaines informations figurant dans le rapport de l'expert indépendant afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur (...)*”

<sup>25</sup> L'esclusione da parte dell'azionista di controllo delle minoranze può avvenire anche tramite la fusione con il controllante nella quale gli azionisti di minoranza ricevono denaro in cambio di azioni. In queste operazioni, in accordo con la giurisprudenza affermatasi negli ultimi decenni, è generalmente prevista nel *board* della società *target* la costituzione di un comitato speciale di amministratori indipendenti dall'azionista di controllo, avente il compito di negoziare con quest'ultimo i termini della fusione, anche avvalendosi del parere di consulenti indipendenti, per salvaguardare gli interessi delle minoranze. I termini dell'accordo che sono oggetto di contrattazione con il comitato riguardano essenzialmente il prezzo e, eventualmente, l'inclusione di clausole che condizionino l'efficacia della fusione all'approvazione della maggioranza degli azionisti di minoranza. Una volta raggiunto l'accordo con il comitato di indipendenti, la fusione viene sottoposta alla necessaria approvazione del *board* e degli azionisti ed è successivamente

prassi diffusa. L'affermazione di tale prassi trae origine dalle indicazioni di un'ampia giurisprudenza pronunciata in merito ad operazioni di esclusione delle minoranze da parte dell'azionista di controllo. Il *freeze out* delle minoranze può essere realizzato attraverso un'offerta al pubblico sulla totalità delle azioni, finalizzata al raggiungimento di una percentuale di capitale di almeno il 90%, che consentirebbe al controllante di poter poi procedere ad una *short form merger* (che non richiede l'approvazione degli azionisti residuali). Le operazioni di *freeze out* sarebbero in linea teorica soggette al più stringente standard di valutazione in sede giudiziale dell'*entire fairness*, lo stesso applicabile alle operazioni della società con il proprio azionista di controllo (*self-dealing transactions*). Tuttavia, una serie di pronunce della Corte del *Delaware* ha di fatto delineato un *safe harbour* per il controllante in caso di *tender offer freeze out* che escluderebbe dall'applicazione dell'*entire fairness rule*. In primo luogo, una sentenza del 2001<sup>26</sup> ha stabilito che lo standard dell'*entire fairness* non è applicabile alle operazioni di *freeze out* realizzate tramite offerta al pubblico, salvo che si ravvisino elementi di reale coercizione o di violazione degli obblighi informativi. In secondo luogo, nello stesso anno una diversa sentenza<sup>27</sup> della Corte del *Delaware* ha deciso che lo standard giudiziale dell'*entire fairness* non è applicabile alle *short form merger*. Infine, nel 2002 un'ulteriore sentenza<sup>28</sup> ha affermato alcune condizioni in presenza delle quali può ritenersi esclusa qualsiasi forma di coercizione a danno delle minoranze, ed è quindi garantito un *safe harbour* all'azionista di controllo in sede di (eventuale) giudizio. Tali condizioni<sup>29</sup> includono esplicitamente la valutazione dell'offerta da parte di un comitato di amministratori indipendenti, che possono avvalersi dei pareri di *advisor* di propria scelta, e la comunicazione degli esiti di tali valutazioni agli azionisti di minoranza, affinché questi ultimi compiano una scelta consapevole.

### 3.3 Definizione della proposta regolamentare

Riconosciuta l'utilità di una valutazione indipendente dell'offerta nell'ottica di riduzione delle asimmetrie informative a carico dei piccoli investitori e considerata l'esperienza dei principali ordinamenti esteri, si delineano gli elementi essenziali della proposta del secondo presidio regolamentare volto a mitigare gli effetti della coazione a vendere (cfr. art. 39-bis della proposta di modifica del Regolamento Emittenti).

Nella scelta delle modalità secondo le quali richiedere la predisposizione e diffusione di una valutazione indipendente dell'offerta è utile considerare separatamente i due aspetti-chiave da definire:

---

eseguita. Il rispetto di tali cautele procedurali non è un elemento necessario dell'operazione ma costituisce un mezzo per trasferire l'onere della prova del danno alle minoranze, nei giudizi riguardanti l'operazione stessa, a carico degli attori; al contrario la giurisprudenza di riferimento in materia di *self-dealing* assegnerebbe ai convenuti (il *management* e/o l'azionista di controllo) l'onere di provare l'*entire fairness* dell'operazione, sotto il duplice profilo di correttezza nella determinazione del prezzo e nelle procedure di negoziazione seguite (*fair price* e *fair dealing*).

<sup>26</sup> In re *Siliconix Inc. Shareholders Litigation*. (2001 WL 716787 [Del. Ch. 2001]).

<sup>27</sup> *Glassman v. Unolocal Exploration Corp.* (772 A.2d 242 [Del. 2001]).

<sup>28</sup> In re *Pure Resources Shareholders Litigation* (808 A.2d 421 [Del. Ch. 2002]).

<sup>29</sup> Più precisamente, le condizioni per il *safe harbour* consistono: (i) nell'inclusione di una condizione che subordini l'efficacia dell'operazione all'approvazione (adesione) della maggioranza degli oblati; (ii) nell'intenzione dell'offerente, qualora la soglia del 90% sia stata raggiunta, di realizzare una *short form merger* pagando alle minoranze il prezzo d'offerta; (iii) nell'assenza di "*retributive threats*" da parte dell'azionista di controllo nell'operatività della società *target* qualora l'offerta sia rifiutata dagli azionisti di minoranza (es. la minaccia di imposizione di costi a carico delle minoranze); (iv) nella concessione al comitato di indipendenti di sufficienti tempi e mezzi (es. pareri di *advisor* di propria scelta) per valutare l'offerta e rendere note le proprie valutazioni agli azionisti di minoranza, affinché questi ultimi compiano una scelta consapevole.

- chi debba compiere tale valutazione;
- l'ambito applicativo della previsione, cioè a quali offerte debba indirizzarsi.

Con riferimento alla scelta dei soggetti incaricati di compiere una valutazione indipendente dell'offerta, fermo l'obbligo di valutazione dell'organo di amministrazione, si è deciso di valorizzare il ruolo degli amministratori indipendenti della società *target* attribuendo loro tale compito.

Questa scelta è in linea con le *best practices* internazionali in materia di gestione dei conflitti d'interesse. I Principi di *Corporate Governance* redatti dall'OCSE attribuiscono agli amministratori non esecutivi il compito di fornire un giudizio indipendente nelle situazioni di potenziale conflitto d'interesse<sup>30</sup>. Anche la Raccomandazione della Commissione Europea<sup>31</sup> del febbraio 2005 riconosce il ruolo degli amministratori non esecutivi nella risoluzione delle situazioni che comportano conflitti d'interesse.

Anche nel panorama italiano, la valorizzazione degli amministratori indipendenti è il presidio fondamentale a cui la regolamentazione Consob affida la tutela della trasparenza e della correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate<sup>32</sup>.

La proposta di regolamentazione prevede inoltre che gli amministratori indipendenti possano avvalersi a spese della società di esperti di propria scelta, i cui pareri (o gli elementi essenziali) devono essere allegati alla valutazione degli amministratori indipendenti.

Con riferimento all'identificazione dell'ambito applicativo della previsione, l'analisi del diritto comparato ha evidenziato come i regolatori esteri abbiano tentato di conciliare, da un lato, l'utilità di un giudizio indipendente per gli azionisti destinatari di qualsiasi offerta pubblica con, dall'altro, l'opportunità di indirizzare tale presidio alle situazioni in cui si configura uno strutturale conflitto d'interesse nel *board* della società *target*.

In analogia con quanto previsto per la riapertura dei termini delle offerte si è deciso di limitare l'ambito di applicazione della previsione in esame alle offerte "interne", cioè promosse dall'azionista o dalla coalizione di azionisti che detengono una partecipazione superiore al 30% del capitale, dagli amministratori della società e da coloro che agiscono di concerto con i precedenti soggetti. Si tratta delle offerte in cui il rischio che le valutazioni del *board* siano influenzate dai legami con l'azionista di controllo, di cui l'organo amministrativo stesso è espressione, è più rilevante e per le quali, l'analisi teorica del problema della *pressure to tender* ha identificato un maggior potenziale di criticità per la tutela degli azionisti.

Si rinvia all'art. 39-*bis* e al commento contenuto nell'Allegato 1 per l'illustrazione analitica dei contenuti della previsione regolamentare in esame e alle modalità con cui essa trova applicazione (non solo con riferimento alle offerte su "titoli" ma anche a quelle su quote di fondi chiusi).

---

<sup>30</sup> In particolare, il *Principle V1E.1* in materia di "*Responsibilities of the Board*" raccomanda che: "*The board should be able to exercise objective independent judgement on corporate affairs. 1. Boards should consider assigning a sufficient number of non-executive board members capable of exercising independent judgement to tasks where there is a potential for conflict of interest. Examples of such key responsibilities are ensuring the integrity of financial and non-financial reporting, the review of related party transactions, nomination of board members and key executives, and board remuneration.*".

<sup>31</sup> Raccomandazione della Commissione europea del 15 febbraio 2005 sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio di amministrazione o di sorveglianza (Raccomandazione 2005/162/CE).

<sup>32</sup> Cfr. Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate adottato con delibera 17221.

**Appendice I**

**TABELLA 1. - EFFETTI ATTESI DEGLI INTERVENTI REGOLAMENTARI CON RIFERIMENTO AL RAGGIUNGIMENTO DELLE FINALITÀ DELLA VIGILANZA**

OBIETTIVI DI VIGILANZA	VANTAGGI	SVANTAGGI
TUTELA DEGLI INVESTITORI	Riduzione del rischio di espropriazione nelle OPA interne, che sollevano maggiori rischi per gli azionisti di minoranza.	
	Riduzione delle asimmetrie informative a danno degli investitori nelle offerte in cui è maggiore il rischio che le valutazioni dell'emittente siano influenzate dai legami con l'offerente.	Una valutazione indipendente dell'offerta potrebbe essere un presidio utile anche per gli azionisti destinatari di un'OPA esterna.
EFFICIENZA DEL MERCATO DEL CONTROLLO SOCIETARIO	Maggiore selettività delle operazioni di rafforzamento del controllo, grazie alla riduzione del rischio di successo di offerte ritenute dalla maggior parte degli oblati non vantaggiose.	
EFFICIENZA ED EFFICACIA DELLA VIGILANZA	Codificazione di prassi già adottate dalla Consob in alcuni casi (evoluzione da intervento di vigilanza "selettivo" a intervento "sistematico").	