

CDN/VA

Spett. le CONSOB  
Divisione Studi Giuridici  
(invio tramite SIPE - Sistema  
Integrato per l'esterno)

**Osservazioni al documento di consultazione “Modifiche al Regolamento Emittenti in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio” del 6 ottobre 2010.**

Lo scorso 6 ottobre la Consob ha pubblicato un documento di consultazione (di seguito “Documento”) in materia di modifiche al regolamento Emittenti a seguito del recepimento della direttiva 2004/25/CE in materia di OPA. L’attività di revisione della regolamentazione ha opportunamente prestato attenzione anche a problematiche emerse nella prassi.

Il Documento illustra compiutamente le ragioni dell’intervento regolamentare, anche attraverso la comparazione con la disciplina di altri ordinamenti e l’analisi costi benefici delle soluzioni proposte. Particolarmente apprezzabili sono gli approfondimenti monografici, allegati al Documento, in materia di quadro normativo, analisi di impatto delle proposte regolamentari e azione di concerto.

Le modifiche proposte perseguono quattro obiettivi principali: (i) il rafforzamento della tutela degli azionisti di minoranza; (ii) l’efficienza e la trasparenza del mercato del controllo societario; (iii) la parità di trattamento per gli investitori italiani ed esteri e l’armonizzazione con la disciplina degli altri Paesi; (iv) la riduzione dei costi di *compliance* per gli offerenti.

Gli obiettivi della regolamentazione sono largamente condivisibili. Con riferimento alle proposte regolamentari, si apprezzano, in particolare, la standardizzazione dell’informazione da fornire al mercato, la semplificazione degli adempimenti in caso di offerte transfrontaliere e l’allineamento con le discipline estere in materia di offerte pubbliche di scambio.

Altre soluzioni proposte, invece, rischiano di irrigidire l’impianto regolamentare nel tentativo di disciplinare *ex ante* tutti i possibili casi di patologia del sistema. Come evidenziato dallo stesso

documento di consultazione, esse appaiono poi eccentriche rispetto alle disposizioni della direttiva comunitaria e a molte delle soluzioni seguite negli altri ordinamenti.

In particolare, esprimiamo perplessità sulla proposta di introdurre un parere degli amministratori indipendenti della società oggetto di un'opera promossa da cd. *insiders* (azionisti di controllo e soggetti correlati). Tale parere sarebbe reso noto al mercato insieme al già previsto comunicato sulla valutazione dell'offerta approvato dall'intero consiglio di amministrazione. In realtà già oggi il comunicato può dar conto dei nominativi di amministratori eventualmente dissenzienti, fornendo così al mercato un'informativa completa e trasparente del processo decisionale dell'organo amministrativo. Il parere sarebbe quindi una sorta di duplicazione dello stesso documento con un doppio ruolo degli indipendenti nel giudicare la stessa operazione.

La proposta riapertura dei termini dell'offerte promosse da soggetti insider, rischia invece di avere effetti negativi sul mercato del controllo societario e sugli azionisti della società *target*. Da un lato, è possibile che molti azionisti che potrebbero aderire, ritardino l'adesione all'offerta vista la disponibilità di un periodo maggiore, con ciò facendo fallire l'offerta stessa. Dall'altro, l'operatività della società *target* sarebbe ostacolata dall'allungamento del periodo di offerta e quindi della *passivity rule*, a danno di tutti gli azionisti.

In realtà, la disciplina sul documento di offerta, sul comunicato dell'emittente e sulla trasparenza sulle adesioni all'offerta, garantisce già oggi quella completezza informativa che consente una scelta consapevole e informata da parte degli azionisti.

Con riferimento alla proposta di includere gli strumenti derivati nella definizione di partecipazione rilevante, il documento di consultazione rileva che il Regno Unito ha adottato tale soluzione mentre gli altri paesi si stanno orientando verso un rafforzamento della trasparenza proprietaria, piuttosto che di un'incidenza ai fini dell'obbligo di opa. Nessuna previsione del genere è contenuta nella disciplina comunitaria. Riteniamo che il principio inderogabile debba essere quello che al superamento della soglia del 30%, anche per effetto della consegna fisica di strumenti finanziari sottostanti a contratti derivati, debba sempre scattare l'obbligo di Opa. La norma, così come formulata, rischia però di applicarsi con effetti sproporzionati a qualsiasi tipologia di strumento derivato, facendo scattare gli obblighi di offerta anche in casi in cui non vi sia alcuna detenzione di titoli. Si pensi ad esempio al caso di una sottoscrizione da parte di un rilevante azionista di minoranza di un *equity swap securities-settled* a 3 anni delle azioni di una società quotata che sommato a partecipazioni già detenute superi la soglia del 30%: la norma proposta sembrerebbe imporre il lancio immediato dell'opa, a prescindere dal fatto che la consegna fisica dei titoli potrebbe eventualmente avvenire solo dopo tre anni. Ancora più paradossale sarebbe il caso di

derivati *pure cash settled*, perché l'obbligo di opa sorgerebbe anche se la consegna fisica dei titoli non avverrà mai, in costanza di contratto. D'altra parte, in caso di consegna fisica degli strumenti sottostanti al derivato, la norma già oggi impone il lancio dell'opa, ma solo in quel momento.

D'altra parte è ancora aperto il dibattito sia in sede europea che nazionale sulla disciplina sulla trasparenza dei derivati *cash settled*: sarebbe allora opportuno attendere le soluzioni di tale dibattito per poi introdurre regole in materia di derivati ai fini opa.

Sono generalmente condivisibili le proposte che attuano le deleghe del Tuf in materia di azione di concerto: sarebbe auspicabile precisare che la mera presentazione di liste di candidati alla carica di amministratore non rappresenti di per sé una presunzione di concerto.

Come già più volte sottolineato, sarebbe opportuno che tutte le comunicazioni in materia di OPA, ancora vigenti alla luce della nuova disciplina, siano accorpate in un'unica comunicazione "testo unico", sul modello di quanto già fatto dalla Consob nel 2003 con la Comunicazione testo unico in materia di informativa continua; la comunicazione dovrebbe essere posta in consultazione in modo tale da essere emanata, anche in lingua inglese, contestualmente al nuovo regolamento. La delibera di approvazione del regolamento dovrebbe comunque esplicitare le comunicazioni abrogate.

Infine, la proposta non affronta il problema generale di diritto transitorio. Non è quindi chiaro ad esempio come si applichino le nuove fattispecie di "concerto" o di calcolo degli strumenti derivati (incluse le stock option) alle operazioni o situazioni in essere. Un principio generale dovrebbe essere quello di evitare effetti retroattivi.

Nell'allegato tecnico sono riportate le risposte dettagliate al questionario di consultazione.

Roma, 8 dicembre 2010

## Allegato

Di seguito formuliamo le osservazioni di dettaglio con riferimento alle principali proposte in materia di (i) rimedi per limitare la *pressure to tender*; (ii) rafforzamento della trasparenza in corso di opa e (iii) rilevanza dei derivati ai fini dell'obbligo di opa; (iv) voto degli *independent shareholders* nelle esenzioni; (v) azione di concerto; (vi) rilevanza delle azioni proprie ai fini dell'obbligo di opa; (vii) riduzione dei costi di *compliance* per l'offerente.

### Rafforzamento della tutela degli azionisti di minoranza

#### *(1) I rimedi per limitare la pressure to tender*

Il documento di consultazione propone due misure per contrastare il fenomeno della *pressure to tender* nelle offerte, condizionate o meno, presentate da soggetti cd. *insiders*: (i) un parere degli amministratori indipendenti contenente le valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo, per correggere la situazione di asimmetria informativa in cui possono trovarsi gli azionisti di minoranza; il parere si aggiunge alla valutazione espressa dal consiglio d'amministrazione con il comunicato della società emittente, previsto dalla disciplina in vigore; (ii) la riapertura dei termini dell'offerta in caso di successo dell'opa, per contrastare il problema di azione collettiva degli azionisti di minoranza che potrebbe indurli ad aderire a un'offerta che non ritengono conveniente.

#### *Parere degli amministratori indipendenti e comunicato dell'emittente (art. 39-bis)*

Non si condivide la previsione di un parere degli amministratori indipendenti che contenga le valutazioni sull'offerta e sulla congruità del prezzo.

Gli amministratori indipendenti sono già chiamati a esprimere queste valutazioni attraverso il comunicato dell'emittente, potendo segnalare, anche nominativamente, il proprio dissenso. Non è allora chiaro quale possa essere il valore informativo aggiuntivo di un parere separato degli amministratori indipendenti rispetto a quanto già assicurato dal contenuto del comunicato come attualmente disciplinato.

A maggior ragione, poi, il parere degli amministratori indipendenti non dovrebbe essere previsto se restano invariate le disposizioni proposte in materia di comunicato che richiedono l'indicazione nominativa dei partecipanti alla deliberazione e l'indicazione del voto espresso con la relativa motivazione.

La previsione del parere appare in contrasto con la collegialità tipica delle deliberazioni consiliari: infatti, diversamente da quanto previsto nel regolamento sulle operazioni con parti correlate, dove il parere degli amministratori indipendenti è preventivo e funzionale a una successiva delibera del consiglio di amministrazione, la norma proposta prevede una duplicazione di documenti.

L'anomalia della soluzione proposta emerge anche dal confronto con l'esperienza internazionale. Nessuno degli ordinamenti europei citati nel documento di consultazione (Regno Unito e Francia) richiede un parere degli amministratori indipendenti bensì di un esperto indipendente (come già previsto dalla nostra normativa), né del resto una disposizione analoga è contemplata dalla direttiva

del 2004. Il riferimento fatto dal documento all'esperienza statunitense sulla valutazione dell'offerta da parte degli amministratori indipendenti nelle operazioni di *freeze out*, realizzate anche tramite offerte pubbliche d'acquisto, non è appropriato in quanto è questa una prassi, non un obbligo legislativo o regolamentare. Ed infatti lo stesso documento supporta la scelta "regolamentare" sulla base dell' "autodisciplina" ("in linea con le *best practice* regolamentari in materia di conflitti di interesse") citando infatti il ruolo degli amministratori non esecutivi nei principi di corporate governance dell'OCSE e nella raccomandazione della Commissione Europea del 15 febbraio 2005. Coerentemente con le indicazioni del Documento della Consob, allora, dovrebbe essere lasciata alla scelta delle società, eventualmente nel Codice di Autodisciplina, la scelta delle migliori modalità organizzative del board in caso di opa<sup>1</sup>.

Quanto alla proposta di modificare il contenuto del comunicato dell'emittente (art. 39, All. 1 al Documento di consultazione), mentre apprezziamo la finalità di riduzione dei costi di *compliance* a carico degli emittenti attraverso una maggiore standardizzazione, non condividiamo alcune delle soluzioni concretamente adottate.

In particolare, non appare necessaria la previsione che impone di indicare, nel comunicato dell'emittente, l'eventuale condivisione a maggioranza degli amministratori e il nome dei dissenzienti e degli astenuti, specificando le motivazioni degli eventuali dissensi o astensioni. Con riferimento al dissenso, si tratta infatti di un'informazione che gli amministratori possono già indicare, se vogliono, ai sensi dell'art. 39 del Regolamento Emittenti: potrebbe essere integrato consentendo anche all'astenuto di far indicare il suo nominativo. Ugualmente non condivisibile è la previsione riguardante l'indicazione dell'eventuale partecipazione di membri (*rectius* componenti) dell'organo di amministrazione e del consiglio di sorveglianza alle trattative per la definizione di offerte concorrenti; per di più la previsione vale "anche in negativo" come se questo fosse un ruolo tipico degli amministratori o dei componenti il consiglio di sorveglianza.

Si condivide l'inserimento obbligatorio nel comunicato del parere dell'esperto indipendente eventualmente utilizzato ma non appare opportuno dettagliare nella norma regolamentare il contenuto e, soprattutto, inserire motivazioni relative al mancato ricorso a un esperto, visto che questa è una facoltà.

Non si condivide la previsione che richiede all'emittente, nel caso di operazione di fusione con un incremento dell'indebitamento della società, di fornire informazioni sull'indebitamento della società risultante dalla fusione, gli effetti dell'operazione sui contratti di finanziamento in essere e sulle relative garanzie nonché l'eventuale necessità di stipulare nuovi contratti di finanziamento (art. 39, lett. h All. 1 al Documento di consultazione). Sono queste informazioni che possono non essere nella disponibilità dell'emittente.

Con riferimento alla lettera i) dell'art. 39 dell'All. 1 al Documento di consultazione, che richiede all'emittente di indicare l'identità delle persone che agiscono di concerto con l'emittente e i loro eventuali rapporti con l'offerente, non è chiaro a quale momento si riferisce l'eventuale concerto.

Infine, non si condivide la previsione dell'obbligo a carico dell'emittente di fornire informazioni aggiornate su eventuali patti parasociali relativi al suo controllante: queste infatti sono al di fuori del dominio dell'emittente e comunque in larga parte già pubbliche ai sensi dell'art. 122 Tuf.

---

<sup>1</sup> La norma prevede anche che gli amministratori indipendenti possano avvalersi, a spese dell'emittente, dell'ausilio di un esperto indipendente dagli stessi individuato, ulteriore rispetto all'esperto indipendente che già può essere utilizzato dal consiglio di amministrazione dell'emittente; inoltre non sono previsti nemmeno eventuali limiti di spese in tal senso.

### *La riapertura dei termini dell'offerta (art. 40)*

La proposta di riapertura dei termini per l'adesione in caso di successo dell'offerta non convince. La disciplina sulle opa dovrebbe garantire la correttezza del procedimento e assicurare agli azionisti di disporre di informazioni sufficienti a compiere le proprie valutazioni e le proprie scelte in modo consapevole; non deve invece garantire che la scelta compiuta sia esente da rischi. La previsione della riapertura dei termini non sembra risolvere il problema di azione collettiva degli azionisti di minoranza, tratteggiato dal documento di consultazione, ma rischia invece di scoraggiare l'adesione e di procrastinare il momento della scelta da parte degli azionisti, prolungando, di fatto, i termini dell'offerta.

Il documento di consultazione non prende poi in considerazione gli effetti che tale riapertura produce nei confronti della società bersaglio e dell'offerente. Da un lato infatti, la riapertura dei termini allungherebbe la durata del periodo di passività cui sono obbligati gli amministratori della società bersaglio ai sensi dell'art. 104 Tuf. Dall'altro, l'offerente sarebbe tenuto a rinegoziare i termini delle garanzie ottenute per la presentazione dell'offerta con conseguente incremento dei costi dell'operazione.

### **(2) Il rafforzamento della trasparenza in corso d'OPA**

Il documento di consultazione propone di richiedere all'offerente di comunicare in via preventiva alla Consob e al mercato l'intenzione di vendere gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta ed estende la trasparenza sulle operazioni di compravendita in corso di opa anche agli strumenti finanziari *cash-settled* (art. 41, comma 2, lett. a-bis e lett. b).

In linea di principio, si condivide la scelta di estendere le regole sulla trasparenza anche dei derivati *cash-settled*; meno condivisibile è l'introduzione di una *disclosure of intention* che al contrario di quella inglese (nonostante quanto dichiarato nel documento) obbliga ad anticipare al mercato (e non solo all'autorità di vigilanza) con 24 ore di anticipo le intenzioni di vendita, danneggiando in tal modo il venditore. Peraltro, è ancora aperto il dibattito sia in sede europea che nazionale sulla disciplina sulla trasparenza dei derivati *cash settled*: sarebbe allora opportuno attendere le soluzioni di tale dibattito per poi coerentemente introdurre regole di trasparenza e di *disclosure of intention*.

### **(3) La rilevanza dei derivati per l'obbligo di OPA**

Il documento di consultazione solleva il problema dell'adeguatezza dell'attuale disciplina dell'opa obbligatoria rispetto a situazioni in cui l'acquisizione di una posizione di interesse economico ottenuta per mezzo di strumenti finanziari derivati possa determinare, di fatto, il controllo sull'esercizio dei diritti di voto dei titoli sottostanti in percentuale superiore alla soglia del 30%. La Consob propone di includere nel calcolo della partecipazione rilevante ai sensi dell'obbligo di opa (art. 105, comma 2, Tuf) tutti gli strumenti derivati che conferiscono posizioni lunghe (*Art. 44-ter, All. 1 al Documento di consultazione*).

La proposta regolamentare non è condivisibile.

La ratio dell'opa obbligatoria è quella di tutelare gli azionisti di minoranza in presenza di un trasferimento del controllo. La definizione di partecipazione rilevante ai fini dell'obbligo di opa deve dunque tenere presente l'effettività di tale controllo. La norma, così come formulata, rischia di applicarsi a qualsiasi tipologia di strumento derivato con effetti sproporzionati. Si pensi ad esempio al caso di una sottoscrizione di un *equity swap securities-settled* con eventuale consegna alla

scadenza dei 3 anni su una partecipazione che sommata a quella eventualmente detenuta faccia superare il 30% delle azioni di una società quotata: la norma proposta sembrerebbe imporre il lancio immediato dell'opa, a prescindere dal fatto che la consegna fisica dei titoli potrebbe avvenire solo alla scadenza dei tre anni. Ancora più paradossale sarebbe il caso di derivati *pure cash-settled*, perché l'obbligo di opa sorgerebbe anche se la consegna fisica dei titoli non avverrebbe mai, non essendo nei fatti contrattualmente prevista. Problemi analoghi possono sorgere rispetto a piani di *stock option* pluriennali.

Inoltre, vista la complessità e la varietà degli strumenti di mercato e le diverse condizioni di liquidazione dei titoli, non appare possibile individuare un criterio univoco per distinguere *ex ante* le operazioni con potenzialità "acquisitiva" da quelle con finalità di copertura o di pura speculazione".

Sul tema della trasparenza dei derivati *cash-settled* e sul rischio che questi strumenti possano essere utilizzati con finalità elusive per costituire una partecipazione rilevante in una società senza che il mercato ne sia informato, la Consob aveva pubblicato un *position paper* nell'ottobre 2009 al fine di avviare un confronto con il mercato sul tema e di individuare gli elementi necessari per una corretta valutazione delle opzioni regolamentari. L'attuale disciplina sulla trasparenza proprietaria, definita nel Regolamento Emittenti in attuazione dell'art. 120 del Tuf, prevede che solo gli strumenti derivati che prevedano espressamente o consentano la consegna fisica del sottostante debbano essere considerati ai fini di determinazione degli obblighi di comunicazione, mentre sono esenti da tali obblighi le operazioni su strumenti derivati *cash-settled* che abbiano come sottostante azioni quotate. Il tema della trasparenza dei derivati è dibattuto anche in sede europea. In particolare, la consultazione della Commissione europea del maggio 2010 per la revisione della direttiva *Transparency* ha proposto di modificare la disciplina degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti per includervi anche gli strumenti finanziari derivati. Sembra allora più opportuno attendere l'evoluzione del quadro normativo comunitario anziché anticipare soluzioni regolamentari che appaiono sproporzionate.

Qualsiasi scelta regolamentare futura dovrebbe allora riguardare solo i profili della trasparenza e dovrebbe (i) essere il più possibile armonizzata a livello comunitario; (ii) essere sorretta da una rigorosa comparazione dei costi e dei benefici; (iii) essere improntata ai principi della proporzionalità e, con riferimento ai nuovi adempimenti informativi, della gradualità.

Assicurata la trasparenza sulla posizione in derivati, l'obbligo di opa dovrebbe scattare solo quando, attraverso l'esercizio, si acquista effettivamente la disponibilità della partecipazione nella società quotata.

#### **(4) Il voto degli independent shareholders nelle esenzioni**

*Operazioni di fusione e scissione (Art. 49, comma 1 lett. f, All. 1 al Documento di consultazione)*

La Consob propone di modificare l'esenzione dall'obbligo di opa nelle operazioni di fusione o scissione prevedendo che, in luogo della disposizione che richiede "effettive e motivate ragioni industriali", l'operazione sia approvata dall'assemblea della società quotata in cui si verifica il superamento della soglia rilevante con il voto favorevole della maggioranza degli *independent shareholders* presenti in assemblea.

Si condivide la scelta di eliminare il presupposto delle “effettive e motivate ragioni industriali” ai fini dell’esonero dell’obbligo di opera.

Maggiori perplessità solleva invece la proposta di subordinare l’esonero all’approvazione dell’operazione da parte della maggioranza degli azionisti indipendenti.

In particolare, non appare condivisibile l’idea sottostante secondo la quale solo l’interesse degli azionisti di minoranza estranei al controllo sarebbe determinante nella decisione sull’esonero dall’obbligo di opera. Peraltro, la norma non prevede nemmeno il *quorum* costitutivo richiesto invece con riferimento al meccanismo del *whitewash* nel regolamento sulle operazioni con parti correlate, con la conseguenza che questa decisione potrebbe dipendere anche da una frazione assai esigua di azionisti.

Gli istituti della fusione e della scissione, infatti, sono istituti tipici, finalizzati alla riorganizzazione complessiva dell’impresa societaria, e sono caratterizzati da complesse regole a tutela anche e soprattutto degli azionisti di minoranza.

A questo proposito, non si può trascurare la complessità del relativo procedimento, che prevede la redazione di un accurato progetto di fusione o di scissione per consentire all’assemblea scelte informate e consapevoli; una relazione di esperti indipendenti o di società di revisione contenente un parere di congruità sul rapporto di cambio; il diritto di recesso per i soci che non abbiano consentito all’operazione di fusione o scissione.

*Operazioni di salvataggio di società in crisi (Art. 49, comma 1 lett. b, All. 1 al Documento di consultazione)*

La Consob individua due categorie di situazioni di crisi ai fini dell’esonero delle relative operazioni di salvataggio dall’obbligo di opera.

La prima categoria fa riferimento alle situazioni di crisi “oggettive”, e cioè riconducibili a ipotesi specificamente individuate dalla norma: per queste l’esonero sarà applicabile in presenza di un’operazione di ricapitalizzazione o di un altro intervento di rafforzamento patrimoniale.

La seconda categoria fa riferimento a quelle situazioni di crisi che non possono essere qualificate come “oggettive”: per queste l’esonero sarà applicabile quando l’operazione di salvataggio abbia ricevuto il voto favorevole della maggioranza degli *independent shareholders* presenti in assemblea. Se l’operazione non è oggetto di delibera assembleare, gli *independent shareholders* si devono esprimere mediante una dichiarazione contenuta su apposita scheda predisposta dall’acquirente.

Non si condivide la proposta di subordinare l’esonero all’approvazione dell’operazione da parte della maggioranza degli *independent shareholders* nelle ipotesi diverse dalle situazioni di crisi “oggettive” individuate dalla norma. Sarebbe anzi opportuno presumere che gli *independent shareholder* siano d’accordo con la ristrutturazione che, peraltro, potrebbe riportare *in bonis* la società con presumibilmente valori superiori a quello dell’eventuale opera.

Si rileva poi che anche qui, la norma non prevede, diversamente dal regolamento sulle operazioni con parti correlate, *quorum* costitutivi con riferimento agli azionisti indipendenti.

## **Efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario**



### ***(1) Attuazione delle deleghe legislative in materia di azione di concerto***

Nel documento di consultazione, la Consob ha individuato tre ipotesi di presunzione relativa di concerto: (i) i rapporti familiari; (ii) i rapporti con consulenti finanziari per operazioni relative all'emittente; (iii) la presentazione della lista di maggioranza per l'elezione dell'organo amministrativo o della sollecitazione di deleghe di voto. (*Art. 44-quater, All. 1 al Documento di consultazione*)

#### ***Rapporti familiari***

La Consob propone di considerare come "concertisti" un soggetto, il coniuge, il convivente, gli affini e i parenti in linea retta e collaterale, entro il secondo grado, i figli del coniuge e del convivente.

È condivisibile la previsione di una presunzione relativa di concerto con riferimento ai rapporti familiari; sarebbe però preferibile una definizione dei rapporti rilevanti in linea con quella utilizzata nel regolamento sulle operazioni con parti correlate. Questa soluzione avrebbe anche il pregio di semplificare gli adempimenti da parte delle società. Sarebbe quindi auspicabile applicare la presunzione relativa di concerto a: (a) il coniuge non legalmente separato e il convivente; (b) i figli e le persone a carico del soggetto, del coniuge non legalmente separato o del convivente.

#### ***Rapporti con consulenti finanziari per operazioni relative all'emittente***

Il documento di consultazione inserisce, tra le presunzioni relative di concerto, i rapporti con i consulenti finanziari per operazioni relative all'emittente.

Il tema era stato già affrontato nel 2007 dal MEF nella consultazione per il recepimento della direttiva opa, con la quale si proponeva però di prevedere una presunzione assoluta di concerto nei confronti di un soggetto e una società legati da un contratto di consulenza in relazione ad offerte pubbliche d'acquisto o scambio. La previsione di una presunzione relativa, anziché assoluta, appare essere una soluzione più equilibrata.

#### ***Presunzioni relative di concerto e presunzioni negative***

Il meccanismo del voto di lista per la nomina dell'organo amministrativo, introdotto dalla legge risparmio per garantire la presenza di consiglieri scelti dalla minoranza, prevede che l'elezione avvenga sulla base di proposte di candidature elaborate dagli azionisti che rappresentino almeno una quota minima del capitale sociale, secondo modalità di calcolo variabili in relazione alle specifiche regole poste dallo statuto sociale. La previsione concreta deve essere contenuta nello statuto della società.

La proposta in consultazione prevede: i) una presunzione relativa di concerto a carico dei soggetti che presentano una lista per l'elezione della maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo o del consiglio di sorveglianza o che promuovono congiuntamente una sollecitazione di deleghe di voto finalizzata alla votazione di tale lista; ii) una presunzione "negativa" di concerto per la presentazione di liste di minoranza.

Innanzitutto, il coordinamento ai fini della presentazione di una lista è un evento episodico e funzionale all'esercizio di un diritto sociale. In assenza di un vincolo parasociale, o di altri indici che possano suggerire la "reiterazione" del coordinamento tra i medesimi soggetti, la mera presentazione della lista non presenta quegli elementi di stabilità che possono far presumere in via sistematica l'esistenza del concerto.

La norma potrebbe anche essere di difficile applicazione. Non è infatti chiaro in quale momento dovrebbe scattare la presunzione di concerto, se al momento della presentazione della lista volta ad eleggere la maggioranza dei componenti degli organi sociali o nel caso in cui la lista sia effettivamente votata da parte degli azionisti che l'hanno presentata. Soprattutto, visto che l'obbligo di opacità scatta solo in presenza di acquisti da parte dei concertisti che determinano il superamento della soglia rilevante, occorrerebbe chiarire quali sono gli effetti della presentazione della lista (lancio di un'opa?) e quanto dura la presunzione di concerto: se fino al momento della votazione della lista oppure alla scadenza del mandato dell'organo sociale.

In realtà, la norma, così come formulata rischia di scoraggiare la presentazione di liste di voto da parte degli azionisti e di incentivare accordi o soluzioni meno trasparenti volti a far convergere i voti sulla lista presentata da un solo azionista che possieda il minimo di azioni sufficienti per la presentazione della lista<sup>2</sup>.

È dunque preferibile considerare il coordinamento per la presentazione di una lista sempre come una presunzione negativa di concerto. Tale scelta avrebbe il pregio di distinguere tra attivismo degli azionisti e azione di concerto, rispondendo a una precisa esigenza di certezza per gli operatori di mercato. La chiarezza regolamentare costituirebbe un incentivo per gli investitori istituzionali e gli altri azionisti a esercitare i propri diritti sociali, senza timore che i propri comportamenti vengano impropriamente assimilati all'azione di concerto.

In ogni caso, andrebbe comunque espunta dalle presunzioni relative di concerto l'ipotesi della presentazione di una lista diversa da quella di minoranza.

Sarebbe infine opportuno prevedere una specifica presunzione relativa di concerto con riferimento all'ipotesi di applicazione cumulative di più linee di concerto, prevista dall'art. 109, comma 3 Tuf. Una previsione regolamentare in tal senso, consentirebbe di attenuare le rigidità che discendono dalla disciplina attuale. A questo riguardo, si ricorda che una prima versione della norma, contenuta nel testo approvato in via preliminare dal Consiglio dei Ministri del 26 giugno 2009, consentiva la prova contraria in caso di cumulo di più fattispecie.

## ***(2) Attuazione delle deleghe legislative in materia di azioni proprie***

---

<sup>2</sup> Inoltre, il documento di consultazione potrebbe prestarsi a letture che, in alcuni casi, porterebbero a conseguenze sicuramente non volute dalla stessa Autorità. In particolare, si ritiene necessario che lo stesso precisi che, in caso di presentazione da parte di alcuni azionisti di una lista volta ad eleggere la maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo o del consiglio di sorveglianza, il semplice voto dato in assemblea a tale lista da azionisti che non hanno presentato la lista (i quali non siano stati sollecitati al rilascio di deleghe di voto finalizzate alla votazione di tale lista) non rappresenta di per sé una presunzione relativa di "azione in concerto" con i primi. Infatti, tale presunzione potrebbe operare nel caso in cui una lista da cui siano eletti la maggioranza degli amministratori o dei componenti il consiglio di sorveglianza, anche se presentata da soggetti che rappresentano meno del 30% del capitale sociale, venga votata da più del 30% degli azionisti. Ne sembrerebbe derivare che tali azionisti potrebbero essere solidalmente tenuti all'obbligo di lanciare un'opa. Sebbene la norma ammetta la prova contraria, l'onere probatorio sarebbe difficilmente superabile e potrebbe avere l'effetto di indurre gli azionisti a non presentare liste o, addirittura, a non partecipare alle assemblee di nomina degli organi sociali, vanificando, di fatto, i presidi a tutela dei diritti delle minoranze introdotti dalla normativa sugli *shareholders rights*. Sarebbe dunque preferibile escludere espressamente che il semplice voto dato dagli azionisti alla lista che ha ottenuto la maggioranza dei voti in assemblea rappresenti una presunzione relativa di concerto da parte degli azionisti che non hanno presentato (da soli o congiuntamente ad altri) né hanno rilasciato deleghe di voto per la votazione della stessa.

Al fine di dare rilievo al peso effettivo dei diritti di voto in assemblea, il documento di consultazione propone di scomputare le azioni proprie detenute dall'emittente dal capitale di riferimento su cui calcolare la partecipazione rilevante ai fini dell'obbligo dell'opa (*Art. 44-bis*).

Il documento prevede poi un'eccezione alla regola nel caso in cui il superamento della soglia derivi da un acquisto di azioni proprie da parte dell'emittente e non da un acquisto del socio. Il documento propone due formulazioni alternative: nella prima, il beneficio dell'esenzione dall'opa riguarda solo il soggetto che non detiene in controllo dell'emittente e che non ha quindi influito sulla decisione di acquistare le azioni proprie; nella seconda, l'esenzione è subordinata all'approvazione della delibera di acquisto di azioni proprie da parte di una maggioranza degli azionisti indipendenti (anche in questo caso, non viene però previsto un quorum costitutivo).

La proposta regolamentare non appare condivisibile.

L'acquisto di azioni proprie non sembra determinare un rafforzamento della posizione dell'azionista di controllo: per effetto dell'art. 2357 *ter c.c.*, che prevede che le azioni proprie sono computate nel capitale ai fini del calcolo delle quote richieste per la costituzione e per le deliberazioni dell'assemblea, mantiene inalterati i reciproci rapporti di forza tra i soci. Piuttosto, poiché con l'acquisto di azioni proprie si riduce il flottante sul mercato, l'operazione incide sulla contendibilità della società rendendola, di fatto, meno scalabile.

Inoltre, il lancio dell'opa viene a essere legato a un evento, l'acquisto di azioni da parte della società, che non dipende solo dalla volontà del soggetto eventualmente obbligato; così come, la società può sempre alienare le azioni proprie in conformità dell'autorizzazione dell'assemblea, che dura diciotto mesi.

La norma non affronta poi la questione della conoscibilità, da parte dei soggetti potenzialmente colpiti dalla norma, del numero di azioni proprie possedute dalla società. Il tema è importante, considerando anche l'ampiezza dei limiti per l'acquisto di azioni proprie, attualmente fissato in un quinto del capitale sociale.

### **Riduzione dei costi di *compliance* per gli offerenti**

*Costituzione di garanzie (Art. 37-bis, All. 1 al Documento di consultazione)*

Il documento di consultazione propone che, contestualmente alla comunicazione dell'offerta, l'offerente invii alla Consob una dichiarazione, rilasciata da un soggetto abilitato, attestante che l'offerente è in grado di far fronte pienamente al pagamento del corrispettivo dell'offerta.

Pur apprezzando la finalità della norma, la soluzione prevista non convince.

Non è chiaro infatti se la dichiarazione abbia natura fideiussoria e quindi quali costi possa nei fatti avere per l'emittente. Da chiarire è anche il regime di responsabilità del soggetto abilitato per la dichiarazione resa; a questo riguardo si può immaginare una scarsa applicazione pratica della previsione proprio in ragione della responsabilità che potrebbe venire ad assumere il soggetto abilitato e dell'impatto che questo potrebbe avere sui costi per l'offerente.

Roma, 8 dicembre 2010