

**Osservazioni al documento di
consultazione Consob**

**Revisione della
regolamentazione in materia di
Offerte Pubbliche di Acquisto e
Scambio**

17 novembre 2010

Premessa

Si desidera innanzitutto esprimere apprezzamento per l'elevata qualità ed il livello di approfondimento del documento posto in consultazione, e ringraziare per la possibilità di formulare commenti al riguardo.

Nel complesso, si condivide la disciplina ipotizzata e le scelte di *policy* ad essa sottostanti: rafforzamento della tutela degli azionisti di minoranza; efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario; parità di trattamento per investitori italiani ed esteri ed armonizzazione con la disciplina degli altri Paesi; riduzione dei costi di *compliance* per gli offerenti.

Le osservazioni che seguono, pertanto, hanno riguardo a specifici profili, che si ritengono meritevoli di un intervento di ulteriore messa a punto. Per quanto possibile, come richiesto, le risposte fanno riferimento al "questionario" contenuto nel documento, e sono distinte in "Profili di carattere generale", "Disciplina delle OPA-OPS su titoli azionari" e "Disciplina delle OPA-OPS su titoli di debito".

Prima di passare all'illustrazione puntuale delle osservazioni svolte, segnaliamo che sarebbe particolarmente utile per il mercato se la Commissione decidesse di approvare appena possibile le proposte di modifica in tema di offerte transfrontaliere su titoli di debito e di offerte pubbliche connesse ad operazioni di ristrutturazione del debito (c.d. *liability management*).

Le modifiche ipotizzate, infatti, si muovono nel senso più volte auspicato dai principali attori sul mercato del *liability management*, avvicinando la regolamentazione italiana alle *best practice* a livello europeo. Di conseguenza sarebbe particolarmente utile ed apprezzato dall'industria se la nuova disciplina fosse implementata nel più breve tempo possibile.

Si ringrazia per l'attenzione che la Commissione vorrà prestare a quanto osservato.

** ** *

“Profili di carattere generale”

Q2) Ritenete che Consob abbia individuato tutte le aree su cui effettuare modifiche regolamentari? Se no, quali ulteriori aree dovrebbero essere considerate.

- E' necessario che Consob detti una disciplina transitoria che faccia salvi i contratti su strumenti derivati in essere alla data di entrata in vigore delle modifiche regolamentari, onde evitare il sorgere di incertezze applicative della nuova disciplina, che indica i casi in cui la detenzione di tali strumenti rileva ai fini del sorgere dell'obbligo di OPA.

- Con riferimento alle fattispecie di esenzione per acquisti temporanei, si ritiene necessario integrare le casistiche indicate nella bozza di Regolamento (art. 49) per tenere in considerazione la peculiare condizione di soggetti che, pur essendo azionisti rilevanti ai fini della disciplina Opa (direttamente o in qualità di partecipanti a patti parasociali) svolgono anche servizi di investimento che potrebbero comportare l'assunzione di ulteriori posizioni su titoli, ma per ragioni connesse con l'attività di intermediario ed in ogni caso per un periodo limitato di tempo.

In particolare si ritiene opportuno prevedere che non rilevino ai fini del superamento delle soglie di cui all'art. 106 comma 1 e 3, le partecipazioni detenute dall'intermediario nell'ambito dell'attività di intermediazione. In tale contesto potrebbero rientrare le azioni detenute temporaneamente e per ragioni tecniche (operazioni di Accelerated BookBuilding Offer - ABO) ovvero acquistate nell'ambito del portafoglio di negoziazione, o ancora acquisite in qualità di market maker. Tali esenzioni si ritiene siano coerenti anche con le esenzioni già previste dalla disciplina sulle partecipazioni rilevanti ex art. 120 Tuf.

Al fine di evitare comportamenti elusivi si potrebbe prevedere che per tali azioni l'intermediario debba rispettare le condizioni già fissate per le esenzioni di cui all'art. 119-bis del Regolamento Emittenti Consob (sterilizzazione diritto di voto, ammontare non superiore al 5/10%, comunicazione preventiva alla Consob dell'intenzione di avvalersi di tale possibilità, al fine di consentire all'autorità un monitoraggio costante sull'attività dell'intermediario su tali azioni).

“Disciplina delle OPA-OPS su titoli azionari”

Art. 39

I commi 6 e 7 disciplinano le modalità di pubblicazione delle eventuali *fairness opinion* rese da *advisor* su richiesta dell'intero organo amministrativo (*ex art. 39, comma 1, lettera d, RE*) o degli amministratori indipendenti ai sensi dell'articolo 39-*bis* (ove applicabile), prevedendo che queste siano pubblicate contestualmente al comunicato dell'emittente sull'offerta, ai sensi dell'art. 39 RE.

Il comunicato dell'emittente in occasione di un'OPA assolve una funzione estremamente delicata: in tale contesto, le *fairness opinion* rese da gli *advisor* sono documenti particolarmente complessi, i cui tempi di elaborazione mal si conciliano con la tempestività del documento di offerta.

Si chiede pertanto che tali *opinion* possano essere pubblicate anche successivamente al comunicato *ex art. 39*, dando di ciò debita evidenza nel comunicato medesimo.

Art. 41

Il proposto art. 41 RE prevede, alla lettera a-*bis*) un nuovo stringente obbligo di *disclosure* in pendenza di OPA in capo all'offerente e ai soggetti che agiscono di concerto con esso. Qualora questi abbiano intenzione di vendere i prodotti finanziari oggetto dell'offerta, è disposto che debbano darne notizia alla Consob e al mercato entro la giornata precedente all'operazione di cessione.

Il documento di consultazione non fornisce le spiegazioni di tale nuovo obbligo, che invero appare difficile da circoscrivere nei presupposti e nella esatta portata. Si chiede pertanto che tale disposizione sia eliminata.

Art. 44 bis

La norma proposta per disciplinare i criteri di calcolo della "partecipazione" rilevante ai fini dell'obbligo di OPA nelle ipotesi in cui l'emittente abbia acquistato azioni proprie (dunque prive del diritto di voto) dà rilievo al peso effettivo dei diritti di voto in assemblea e prevede, pertanto, come regola generale, lo scomputo delle azioni proprie di cui sia nota al pubblico la detenzione da parte dell'emittente dal capitale di riferimento, al fine di calcolare il superamento della soglia OPA.

E' stata prevista al comma 2 un'eccezione alla regola sopra indicata unicamente per il caso in cui il superamento delle soglie derivi da un acquisto di azioni proprie da parte dell'emittente (e non da un acquisto del socio). Ciò al fine di evitare l'obbligo di OPA in caso di superamenti di soglia che potrebbero non essere riconducibili alla volontà dell'acquirente.

Sul punto Consob ha elaborato due possibili opzioni regolamentari, chiedendo ai partecipanti alla consultazione di indicare quella preferibile.

Si ritiene preferibile la prima formulazione, ai sensi della quale l'esenzione dall'OPA si applica nel caso in cui il superamento delle soglie consegua ad acquisti di azioni proprie da parte dell'emittente e i soggetti che sarebbero tenuti all'obbligo non dispongono, anche di concerto, di voti sufficienti ad esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria dell'emittente.

La seconda ipotesi (le azioni proprie acquistate dalla società non rilevano per l'eventuale superamento delle soglie laddove il relativo acquisto sia stato deliberato con l'approvazione da parte dei soci di minoranza), adotta il meccanismo del *whitewash*, sul quale ripetutamente la scrivente Associazione ha fatto constare le proprie perplessità: la soluzione del *whitewash* rischia di rivelarsi un approccio di difficile attuazione pratica, attesa la delicatezza di affidare la decisione se ricorra o meno un obbligo di OPA a minoranze occasionali.

"Disciplina delle OPA-OPS su titoli di debito"

Q29) Condividete le previsioni in tema di offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto titoli di debito (art. 35-ter)? Ritenete opportuno prevedere per queste offerte uno schema tipo di documenti di offerta ad hoc?

Nelle linee generali, i contenuti dell'art. 35-ter, sulla disciplina in tema di offerte pubbliche di acquisto e scambio aventi ad oggetto titoli di debito sono condivisibili. Di seguito si indicano alcune proposte per migliorare ulteriormente la disciplina.

L'art. 35-ter del documento di consultazione prevede, fra l'altro, che qualora un'offerta pubblica di scambio avente ad oggetto titoli di

debito si svolga contestualmente in più Stati membri dell'UE, l'offerente, previa richiesta motivata alla CONSOB, possa utilizzare il prospetto approvato, conformemente alla direttiva n. 2003/71/CE, dall'Autorità competente dello Stato membro di origine in luogo del documento di offerta.

In tal caso viene richiesto che l'offerente allegghi, alla richiesta motivata, la bozza di prospetto, integrando altresì la nota di sintesi con alcune informazioni relative all'offerta di scambio, fra cui le modalità ed i termini di adesione all'offerta in Italia, le modalità di pagamento del corrispettivo, i fattori di rischio rilevanti ai fini della decisione, eventuali conflitti di interesse in capo ai soggetti coinvolti nell'operazione nonché elementi essenziali circa l'emissione degli strumenti offerti in scambio (ed il relativo rapporto di scambio).

Al riguardo, si rileva che tale procedura, che rappresenta un'importante semplificazione, potrebbe non essere utilizzabile laddove l'emissione dei *bond* offerti in scambio avvenga sulla base di "*final terms*" relativi ad un EMTN (Euro Medium Term Note) *programme* precedentemente approvato dall'Autorità di uno Stato membro e "passaportato" in Italia.

In tali casi, infatti: i) non sarebbe possibile integrare la nota di sintesi, in quanto il prospetto, di cui la stessa fa parte, è stato già approvato, per altri fini, all'estero; ii) la disciplina comunitaria in tema di prospetti non prevede l'approvazione delle condizioni definitive da parte dell'Autorità.

L'offerente non avrebbe quindi la possibilità di beneficiare della semplificazione proposta nel documento di consultazione.

Al fine di consentire, anche nella fattispecie sopra descritta, l'utilizzo della procedura semplificata introdotta dall'art. 35-ter, si propone che l'offerente possa fornire le informazioni supplementari relative all'offerta di scambio in un ulteriore documento, ovvero in un'apposita sezione del c.d. *exchange offer memorandum*, allegando tale documentazione alla richiesta motivata, unitamente al prospetto di base ed alle condizioni definitive, affinché la CONSOB verifichi che le informazioni consentano ai destinatari dell'offerta di pervenire a scelte consapevoli di investimento.

Q30) Condividete i casi di inapplicabilità della disciplina OPA per le offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dalle azioni (art. 35-bis)?

Si condividono, nelle linee generali, i contenuti dell'art. 35-bis, sui casi di inapplicabilità della disciplina in tema di OPA-OPS su titoli di debito.

Sarebbe peraltro utile un chiarimento sul terzo comma, punto d) dell'articolo in esame relativo alle c.d. "*consent solicitation*" in cui viene prevista l'esenzione dalla disciplina in tema di OPA/OPS su titoli di debito qualora, fra l'altro, i titolari di tali strumenti siano chiamati ad approvare modifiche dei termini, condizioni o altre clausole dei relativi regolamenti o statuti e siano messi a disposizione del pubblico documenti che contengano informazioni idonee a consentire un fondato giudizio sull'operazione.

Sul punto, al fine di evitare incertezze operative per emittenti ed offerenti, sarebbe utile fornire, anche a titolo esemplificativo, maggiori dettagli circa i documenti (e le informazioni ivi contenute) che possono essere ritenuti idonei perché l'investitore si formi un fondato giudizio sulle modifiche proposte.

Q33) Condividete le modifiche al regime di pubblicità del documento d'offerta, comunicato e successivi avvisi (art. 36-38)? Ritenete gli adempimenti richiesti efficaci nell'assicurare agli investitori un facile accesso alle informazioni? Se no, quali diverse soluzioni ritenete preferibili?

Nel condividere le modifiche proposte si chiede conferma di quanto di seguito riportato.

Il documento di consultazione introduce, all'art. 39, alcune novità rispetto alla precedente normativa riguardo alla disciplina del comunicato dell'emittente e, più in particolare, alle informazioni minime che tale comunicato deve contenere.

Al riguardo, si chiede conferma del fatto che laddove l'offerente sia la capogruppo di un gruppo bancario e l'offerta riguardi titoli di debito di una controllata, il comunicato deve essere redatto a cura dell'offerente stesso e non dell'emittente.

Considerazioni puntuali

Art. 40

L'art. 40 del documento di consultazione, in tema di svolgimento dell'offerta, prevede, al comma 3, che il periodo di adesione non può avere inizio prima che siano trascorsi cinque giorni dalla pubblicazione del documento d'offerta o, nel caso in cui detto documento già comprenda il comunicato dell'emittente, prima di tale pubblicazione.

Sul punto, si chiede di chiarire se con l'espressione "prima di tale pubblicazione" si intende che il periodo di adesione può avere inizio anche lo stesso giorno in cui viene pubblicato il documento d'offerta contenente il comunicato dell'emittente, benché successivamente, ovvero se debba comunque attendersi il giorno successivo alla pubblicazione stessa.

Art. 42

Il documento di consultazione, all'art. 42, introduce alcune modifiche alla norme di correttezza - cui devono attenersi l'offerente e gli altri soggetti interessati - tra cui, come già accennato in precedenza, l'estensione dell'applicazione della c.d. *best price rule*.

In particolare, il comma 2 del citato articolo prevede che il corrispettivo dell'offerta deve essere adeguato all'eventuale prezzo più elevato pattuito dagli offerenti o dalle persone che agiscono di concerto con essi - nel periodo compreso tra la comunicazione di cui all'art. 102 TUF e la data ultima di pagamento del corrispettivo - non solo nel caso di acquisto diretto, indiretto o per interposta persona dei prodotti finanziari oggetto di offerta ma anche laddove vengano assunte posizioni lunghe¹ con sottostanti gli stessi strumenti. La *best price rule* viene altresì estesa dal comma 3 dell'art. 42 agli acquisti degli offerenti e delle persone che agiscono di concerto con essi che siano stati posti in essere nei sei mesi successivi alla data ultima di pagamento del corrispettivo.

Si ritiene che l'applicazione della *best price rule* possa presentare criticità laddove, per esigenze di liquidità, i titoli rientranti nell'offerta siano oggetto di obbligo di riacquisto da parte dell'offerente.

¹ Vale a dire, secondo quanto definito nel documento di consultazione, una posizione finanziaria in cui il contraente ha un interesse economico positivamente correlato all'andamento del sottostante.

In tali casi, infatti, l'offerente potrebbe essere tenuto ad adeguare il prezzo dell'offerta al prezzo a cui si è conclusa una singola transazione, influenzata dall'andamento di variabili di mercato nonché da specifiche posizioni degli intermediari. Ciò determinerebbe altresì un incremento del costo complessivo dell'operazione per l'offerente stesso.

Si propone pertanto di prevedere un'esenzione dall'applicazione della *best price rule* nel caso di obbligo di riacquisto dell'offerente sui titoli oggetto dell'offerta.

Inoltre, la norma in esame dispone che le modalità attraverso cui provvedere a tale pagamento sono indicate dall'offerente "in un apposito comunicato al mercato".

Si è consapevoli che la disposizione in commento attua una norma di legge da cui la stessa Commissione non può discostarsi. Si auspica, tuttavia, che tale obbligo possa essere meglio dettagliato nella versione definitiva del regolamento, eventualmente ispirandosi a prassi vigenti all'estero, atteso che non appare agevole, ad una prima analisi, immaginare modalità efficienti con cui assolvere a tale adempimento.