

Milano, 15 novembre 2010

Spett. le CONSOB
Divisione Studi Giuridici
Via G.B. Martini 3
00198 Roma

Osservazioni al documento di consultazione del 6 ottobre 2010 inerente alla revisione della regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio ai fini del recepimento della Direttiva 2004/25/CE

In allegato alla presente si trasmettono brevi osservazioni pratiche ad alcune delle modifiche regolamentari proposte con il documento di consultazione in oggetto. Come richiesto, abbiamo rispettato nelle risposte il formato e l'ordine del Vostro questionario, limitandoci tuttavia ad intervenire solo su alcuni dei quesiti da Voi proposti.

Con l'occasione, si intende ancora una volta esprimere vivo apprezzamento per l'analiticità e profondità adottata da codesta Commissione nel proporre a consultazione modifiche di grande rilevanza e delicatezza come quelle in oggetto e si ringrazia sin d'ora per la disponibilità e l'attenzione dimostrata nella consultazione con gli operatori di mercato.

A disposizione per ogni opportuno chiarimento, si inviano i più cordiali saluti.

Paolo Sersale
Valentina Russo
Massimiliano Bianchi
Gioacchino Foti
Francesca Flego
Filippo Isacco
Stefano Parrocchetti



MILAN-I-287435-v3

OFFICE

I SOCI DELLO STUDIO: AVV. FILIPPO EMANUELE* AVV. ALBERTA FIGARI PROF. AVV. CRISTOFORO OSTI** AVV. PAOLO RULLI AVV. FRANCO GRILLI CICILIONI AVV. CHARLES ADAMS* AVV. GIUSEPPE DE PALMA AVV. PAOLO SERSALE AVV. FABIO GUASTADISEGNI AVV. TANJA SVETINA AVV. SIMONETTA CANDELA AVV. UMBERTO PENCO SALVI* PROF. AVV. ARISTIDE POLICE AVV. CRISTINA MARTORANA CHARLES CASASSA** DOTT. CARLO GALLI AVV. LUCIO BONAVITACOLA PROF. AVV. CARLO FELICE GIAMPAOLINO

*SOLICITOR PRESSO LA CORTE SUPREMA DI INGHILTERRA E GALLES **ATTORNEY-AT-LAW, NEW YORK

QUESTIONI GENERALI

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

Non si condivide la proposta di eliminazione dell'articolo 47 del Regolamento Emittenti.

Si ritiene, infatti, di dover mantenere tale disposizione all'interno del nuovo impianto regolamentare – ancorché con le modifiche di cui *infra* - al fine di poter rendere sufficientemente chiari i criteri che dovranno essere seguiti dall'offerente in ipotesi di offerte pubbliche di acquisto obbligatorie con corrispettivo costituito in tutto o in parte da titoli.

In termini di determinazione del corrispettivo d'offerta, il novellato articolo 106, comma 2, del D.lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58 (il "TUF"), prevede che, per ciascuna categoria di titoli, l'offerta sia promossa ad un *"prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'art. 102, comma 1, per acquisti di titoli della medesima categoria"*.

L'articolo 106, comma 2-bis, del TUF, nello stabilire che il corrispettivo dell'offerta possa essere costituito in tutto o in parte da titoli, non determina i criteri da seguire per far sì che tale corrispettivo in titoli sia "non inferiore a quello più elevato pagato" dall'offerente e dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, del TUF.

Si ritiene pertanto opportuno mantenere l'articolo 47 del Regolamento Emittenti quale norma regolamentare attuativa delle previsioni di cui all'articolo 106, comma 2-bis, del TUF, modificandone tuttavia le previsioni nello stesso attualmente contenute al fine di poter disciplinare con maggior chiarezza:

- (a) i criteri da seguire per la determinazione del numero dei titoli da offrire distinguendo
 - (i) il caso in cui gli stessi siano ammessi alla negoziazione su di un mercato regolamentato in uno Stato comunitario;
 - (ii) l'ipotesi di titoli non ammessi alla negoziazione su di un mercato regolamentato in uno Stato comunitario; così come
 - (iii) il caso di acquisto verso un corrispettivo in denaro – nei dodici mesi antecedenti alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, del TUF, e fino alla chiusura dell'offerta - di titoli che conferiscono almeno il 5% dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria della società target; e
- (b) il periodo temporale cui far riferimento per la determinazione del corrispettivo in titoli,

quanto sopra, in linea con le nuove previsioni di cui all'articolo 106, commi 2 e 2-bis, del TUF.

RAFFORZAMENTO DELLA TUTELA DEGLI AZIONISTI DI MINORANZA

I rimedi per limitare la pressure to tender

Q5) Condividete la scelta di limitare la riapertura dei termini e il parere degli amministratori indipendenti alle offerte promosse da soggetti insider?

Si condivide la scelta di prevedere l'obbligo del parere degli amministratori indipendenti per le sole ipotesi di offerte promosse da soggetti "insider".

Non si condivide, di contro, la scelta di codesta Spettabile Commissione di prevedere la riapertura dei termini per le sole ipotesi di offerte promosse da soggetti "insider". Si ritiene, infatti che - per quanto l'assenza di soggetti "insider" attenui la pressione da asimmetria informativa - il fenomeno della c.d. "pressure to tender" sussista anche nei casi di offerte promosse da soggetti "esterni" agli attuali assetti di controllo della società target, proprio in ragione delle tipiche dinamiche di prezzo post-offerta delineate negli approfondimenti svolti da codesta Commissione.

Per tale via, si ritiene quindi opportuno prevedere che il meccanismo di riapertura dei termini dell'offerta - in quanto efficace strumento di tutela degli azionisti di minoranza della società target - trovi applicazione anche nelle ipotesi di offerte c.d. "esterne", allorquando si verificano le condizioni di cui al nuovo articolo 40-bis del Regolamento Emittenti del quale si propone l'introduzione.

Qualche perplessità infine desta anche la disapplicazione della riapertura nelle ipotesi di offerta ex art. 107 del TUF (art. 40-bis, terzo comma, lett. c) della bozza di Regolamento). E' pur vero che l'ipotesi di offerta "parziale" prevede geneticamente la permanenza di un flottante del 30%, per riflesso, una potenziale riduzione "pro rata" delle adesioni. Tuttavia anche in questo caso permangono potenzialmente le dinamiche di riduzione del prezzo post-offerta delle azioni della target che ingenerano "pressure to tender". Sotto questo profilo, pertanto, non si intravedono a prima vista motivi preponderanti per disapplicare l'obbligo di riapertura, rispetto a quanto si prevede in sede di offerta totalitaria.

Il rafforzamento della trasparenza in corso d'OPA

Q6) Condividete l'introduzione del regime di trasparenza preventiva per l'offerente che intenda vendere gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta [art. 41, comma 2, lett. a-bis)]?

Si ritiene di non poter condividere la scelta operata da codesta Spettabile Commissione in tema di regime di trasparenza "preventiva" per operazioni di vendita degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta che l'offerente abbia "intenzione" di porre in essere.

La previsione di un obbligo di informazione preventiva in tali ipotesi potrebbe, infatti, avere effetti distorsivi sul mercato, soprattutto in considerazione della possibile mancata esecuzione dell'operazione di vendita in parola.

L'introduzione di tale regime di trasparenza preventiva appare inoltre di difficile applicazione pratica alla luce del tenore della norma, che fa riferimento alla mera "intenzione" di vendere

gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta. Poiché tale riferimento all'intenzione appare poco chiaro, laddove l'offerente sia una persona giuridica, si suggerisce un maggiore grado di dettaglio inserendo un riferimento a tutte quelle operazioni che non sono solo nell'intenzione dell'offerente ma che siano state approvate dal competente organo amministrativo. In questo senso potrebbe risultare efficiente la formulazione prevista dal Regolamento CE/809/2004 (Cfr. Allegato 1 – Par. 5.2.3) laddove si fa riferimento, nel contesto dei principali investimenti futuri dell'emittente, all'obbligo di descrivere gli investimenti futuri dell'emittente che siano già stati oggetto di un impegno definitivo da parte degli organi di gestione dell'emittente stesso.

Si ritiene comunque che, nelle ipotesi di operazioni di acquisto e vendita dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta, il principio di trasparenza trovi già una sua adeguata tutela all'articolo 41, comma 2, lett. b), del Regolamento Emittenti, stante l'obbligo - ivi previsto - di comunicazione alla Consob e al mercato di tali operazioni ove effettivamente "compiute" dall'offerente.

EFFICIENZA E TRASPARENZA DEL MERCATO DEL CONTROLLO SOCIETARIO

Interventi per favorire la dinamicità del mercato del controllo societario

Q20) Concordate con l'eliminazione dell'obbligo di promuovere le offerte concorrenti ad un corrispettivo superiore rispetto a quello dell'offerta originaria?

L'eliminazione dell'art. 44 è, nell'intenzione del legislatore, volta alla tutela dell'azionista di minoranza, che tuttavia, in tali circostanze, pondera le proprie scelte essenzialmente in ragione del prezzo offerto. Pertanto, la possibilità di presentare offerte concorrenti anche con un corrispettivo pari o finanche inferiore rispetto a quello dell'offerta originaria, appare facilitare la possibilità che si presentino agli azionisti di minoranza una moltitudine di offerte, anche di scarso interesse per questi ultimi. Alla luce di tali considerazioni appare suggeribile un'integrazione della norma riferita alle offerte concorrenti con, nel dettaglio, l'inserimento dell'obbligo, in capo all'offerente che presenti offerte con un corrispettivo inferiore, di una sintetica descrizione, da inserirsi nel documento d'offerta, degli elementi diversi dal corrispettivo offerto che – a giudizio dell'offerente e nell'ottica degli azionisti di minoranza - rendono l'offerta maggiormente appetibile rispetto a quella originaria.

EFFICIENZA E TRASPARENZA DEL MERCATO DEL CONTROLLO SOCIETARIO

Interventi per favorire la dinamicità del mercato del controllo societario

Q22) Concordate con le previsioni in materia di correzione del prezzo dell'OPA obbligatoria? In particolare, concordate con le modalità con cui sono stati disciplinati i casi di riduzione del prezzo dell'OPA obbligatoria [art. 47-bis-47-quinquies]? E concordate con le modalità di attuazione della delega legislativa per i casi di aumento del prezzo dell'offerta [art. 47-sexies-47-novies]?

Si condividono in linea generale le previsioni introdotte. Si dubita tuttavia della previsione di cui al comma 1, lett. b) dell'art. 47-quinquies, in quanto non appaiono chiare le motivazioni per cui la rettifica del prezzo ivi prevista sia limitata alla sola ipotesi di esenzione da salvataggio di società in crisi. La norma primaria infatti non sembra fare alcuna distinzione tra le ipotesi di esenzione, rimettendo a codesta Autorità solo il potere di determinare il prezzo "ridotto" dell'opa obbligatoria qualora l'operazione ricada in una qualsiasi delle esenzioni previste dall'articolo menzionato. D'altra parte, logica coerente dovrebbe indurre a considerare l'inclusione, tra le ipotesi di rettifica, dei casi in cui il prezzo più alto sia quello pagato in occasione di operazioni idonee a fini di esenzione ai sensi anche delle lettere c), d) ed f) dell'art. 49, comma primo.

Q23) Condividete le scelte di regolazione compiute con riferimento ai criteri per la determinazione del prezzo nei casi di sell-out e squeeze-out [art. 50- 50-*quater*]?

Pur condividendo in via di massima l'approccio adottato, si ritiene opportuno segnalare le seguenti osservazioni.

1. In particolare, la formulazione dell'art. 50, comma 3, lett. b), lascia intendere che vi sia la possibilità di una riapertura dei termini dell'offerta anche base volontaria, evidentemente laddove non vi siano i presupposti dell'obbligo di riapertura. Una tale possibilità emerge tuttavia solo indirettamente, peraltro nel corpo di un articolo volto a disciplinare un istituto completamente diverso. Sarebbe pertanto preferibile, a scopo di chiarezza, inserire nel corpo dell'articolo 40-*bis* una previsione *ad hoc* che preveda espressamente tale possibilità.
2. In secondo luogo, non è chiaro se il livello minimo di adesione all'offerta, pari al 50% dei titoli oggetto della stessa, sia riferito alle sole offerte soggette volontariamente alla riapertura dei termini ovvero si applichi anche a quelle che sono soggette per legge a tale riapertura, ma in questo secondo caso solo quando, tra le diverse condizioni che impongono la riapertura, si sia verificata nello specifico quella relativa al livello delle accettazioni. Ragionando in tal senso, sarebbero pertanto escluse le offerte che sono state assoggettate alla riapertura dei termini perché, ad esempio, il soggetto insider ha raggiunto una partecipazione superiore alla metà o i due terzi del capitale con diritto di voto. Si ritiene pertanto opportuno che questo aspetto venga chiarito nel corpo del comma 3.
3. La lett. (iii) del comma 8 dell'art. 50 dovrebbe inoltre più correttamente fare riferimento anche al comma 4 (dato che gli acquisti effettuati nei ultimi dodici mesi prima del sorgere dell'obbligo di acquisto sono uno degli elementi che vengono presi in considerazione anche nell'ambito del comma 4).
4. In merito all'art. 50-*bis*:
 - a. si suggerisce una ricollocazione del comma 1 nel corpo dell'articolo 50, comma 4. In tal modo la determinazione del corrispettivo per l'obbligo di acquisto, indipendentemente dalla veste giuridica della precedente offerta (di acquisto o scambio) verrebbe ad essere disciplinata in un unico articolo, facilitando la lettura delle norme da parte dell'interprete. Conseguentemente,

l'art. 50-bis disciplinerebbe solo le ipotesi di cui al comma 5 dell'art. 108 del TUF;

- b. si invita anche ad un'attenta rilettura delle previsioni contenute negli attuali commi 2, 3 e 4, in quanto la relativa formulazione appare molto complessa e non particolarmente chiara.
5. Con riferimento all'art. 50-*quater*, sembrerebbe opportuno "legare" logicamente il comma 5 e il comma 6 alla sola ipotesi disciplinata al comma 4, e prevedere pertanto la pubblicazione dei comunicati ivi menzionati solo a seguito della pubblicazione del documento ex comma 4. Al di fuori dell'ipotesi di cui al comma 4, le previsioni dei due successivi commi appaiono infatti privi di senso.

Attuazione delle deleghe legislative in materia di azione di concerto e azioni proprie

Q24) Condividete le presunzioni relative di azione di concerto individuate nella proposta regolamentare [art. 44-*quater*, comma 1]?

Riteniamo apprezzabile e condivisibile in via di principio il metodo utilizzato dalla Commissione, volto ad accordare le agevolazioni probatorie derivanti dalla presunzione relativa ad alcune ipotesi di cui è nota nell'esperienza internazionale, ed anche nell'elaborazione italiana, la potenziale rilevanza sotto il profilo della disciplina del concerto.

In particolare, del tutto condivisibile è l'inclusione tra le ipotesi di presunzione relativa dei casi di parentele ed affinità previsti dalla lett. a) dell'art. 44-*quater*, comma 1. Si tratta di ipotesi che, oltre ad essere prevista da altre normative europee, sana almeno in parte l'altrimenti incomprensibile disparità di trattamento rispetto alle ipotesi di rapporto organico società-amministratori¹.

Altrettanto condivisibile è la scelta operata dalla lett. c) dell'art. 44-*quater*, comma 1, relativamente alla presentazione di liste comuni di candidati di maggioranza dell'organo amministrativo. Si tratta di ipotesi in cui pare senz'altro legittimo presumere convergenza di interessi su una strategia comune circa il controllo della società.

Meno convincente appare invece l'inclusione tra le ipotesi di presunzione relativa dei rapporti con i consulenti finanziari, di cui alla lett. b) dell'art. 44-*quater*, comma 1. Si tratta infatti di rapporti di tipo professionale nei quali, nella fisiologia, l'*advisor* si limita a prestare consulenza sulla strutturazione e negoziazione dell'operazione. Pare dunque eccessivo presumere, seppure in via relativa, che qualunque acquisto di azioni della società target effettuato dall'*advisor* in pendenza di un'offerta (o addirittura nel mese precedente al conferimento dell'incarico) siano espressione di pratiche concertate. Neppure sufficiente pare essere la limitazione della presunzione relativa ai casi di acquisti "al di fuori della gestione ordinaria della propria attività caratteristica", in quanto tale generico riferimento lascia a nostro avviso ampi margini di incertezza applicativa circa le operazioni che concretamente

¹ Sul punto cfr. in particolare R. WEIGMANN, Sub art. 109, in Commentario al TUF diretto da G.F. Campobasso, Torino, p. 933

possono ritenersi esentate in quanto "ordinarie" e quelle invece che, in quanto "straordinarie", sottendono possibili ipotesi di concerto. Di fatto, l'inclusione di tale ipotesi tra i casi di presunzione relativa finirebbe per imporre, a scopo cautelativo, il congelamento nell'operatività su titoli a qualunque *advisor* finanziario di soggetti rilevanti, a prescindere dalla natura dell'incarico conferito; con la conseguenza di imporre su tali mandati costi di transazione sproporzionati rispetto al fine perseguito. Invero, nell'esperienza pratica, le ipotesi patologiche in cui l'*advisor* finanziario si è prestato a forme di acquisti concertati con soggetti rilevanti hanno riguardato casi in cui, di fatto, l'*advisor* ha agito in qualità di soggetto interposto ovvero tramite forme di copertura in derivato. Ed è su queste ipotesi che, giustamente, deve concentrarsi l'attenzione della Commissione.

Q25) Condividete i casi di cooperazione che non configurano di per sé un'azione di concerto [art. 44-*quater*, comma 2]?

Anche in questo caso, riteniamo condivisibile in via di principio l'approccio seguito dalla Commissione, teso a salvaguardare quelle ipotesi di convergenza che sono espressione dell'esercizio di diritti delle minoranze.

Da precisare che il richiamo, nella lett. a) dell'art. 44-*quater*, comma 2, all'art. 2388 cod. civ., dovrebbe essere limitato al solo quarto comma, che fa riferimento alla facoltà di impugnazione concessa ai soci. Parimenti da chiarire il richiamo nella stessa disposizione dell'art. 127-ter, TUF, che prevede un diritto individuale del socio che non pare richiedere forme di concertazione meritevoli di esenzione.

Q26) Ritenete che dovrebbero essere considerate ulteriori presunzioni relative di azione di concerto e/o ulteriori casi di cooperazione che non configurano di per sé un'azione di concerto? Se sì, quali?

Tra le fattispecie che meriterebbero considerazione da parte della Commissione quali ulteriori ipotesi di presunzione relativa segnaliamo quelle dei rapporti fiduciari che, pur non realizzando vere e proprie forme di interposizione (rilevanti come tali a fini d'OPA), tuttavia suggeriscono probabili convergenze di interessi e di condotte. Ad esempio, si cita l'ipotesi dei rapporti tra società di gestione (*fund manager*) e soggetti gestiti, ipotesi già contemplata dal *Takeover Code* nel caso in cui la gestione avvenga su base discrezionale. L'ipotesi del rapporto fiduciario è del resto contemplata anche dalla disciplina francese (*Article L233-10 del Code de commerce*) ed è facilmente utilizzabile in ottica di pratiche concertate.

Q27) Condividete il regime di calcolo della partecipazione rilevante ai fini dell'OPA obbligatoria in presenza di azioni proprie nel capitale dell'emittente? Quali delle sue soluzioni proposte per l'ipotesi di acquisto di azioni proprie ritenete preferibile [art. 44-bis] (si prega di indicare i motivi)? Ritenete che dovrebbero essere vagliate ulteriori soluzioni? Se sì, quali?

In via di principio, riteniamo condivisibile la conferma a livello normativo dell'orientamento di codesta Commissione circa l'esclusione delle azioni proprie dal calcolo della partecipazione rilevante ai fini dell'art. 106, commi 1 e 3, lett. b), del TUF. Nonostante le obiezioni sollevate in passato da una parte della dottrina su tale orientamento, riteniamo che tale meccanismo rifletta in modo pragmatico il fatto che tali azioni sono private ex lege del

diritto di voto e che, pertanto, le maggioranze assembleari e gli equilibri di controllo prescindono da tali azioni proprie e si formano sul capitale residuo.

La Commissione si è altresì giustamente preoccupata di definire in quali casi l'acquisto di azioni proprie da parte dell'emittente possa essere rilevante al fine di imporre l'OPA su soggetti che, ad esito di tali acquisti (ed in funzione del criterio di calcolo suddetto), risultino superare le soglie rilevanti.

Tuttavia nessuna delle due soluzioni proposte pare, a sommosso avviso di chi scrive, idonea a fornire un criterio legittimo e ad un tempo preciso di discernimento tra le ipotesi rilevanti.

Al riguardo, va ricordato che nel sistema delineato dagli art. 105 e 106 del TUF gli "acquisti" di azioni della target rivestono funzione centrale ai fini dell'applicazione degli obblighi di offerta, tanto è vero che – come noto – non sussiste obbligo di offerta in assenza di "acquisti" rilevanti. Nel caso in esame, il superamento della soglia rilevante da parte del socio consegue ad acquisti, non già del socio medesimo, ma dell'emittente stessa sulle proprie azioni. Escluso che tali acquisti possano ingenerare obblighi di offerta in capo all'emittente stessa in quanto soggetto che ha effettuato gli acquisti², del pari ragionevole è escludere, in via di principio, che tali acquisti da parte dell'emittente possano ingenerare obblighi di offerta su terzi estranei a tali acquisti.

Il tema va tuttavia giustamente esaminato anche sotto il profilo della formazione della volontà circa l'acquisto delle azioni proprie, al fine di evitare fenomeni elusivi. Ed invero la decisione di acquistare azioni proprie è frutto di una volontà che si forma nell'assemblea dell'emittente, ed è pertanto indirettamente riferibile ai soci dell'emittente medesimo, come giustamente codesta Commissione ha rilevato con le note Comunicazioni DEM/1059750 e 1059755. Occorre pertanto individuare un criterio che consenta di identificare con ragionevole certezza quei casi eccezionali in cui la decisione dell'emittente di acquistare azioni proprie sia effettivamente riferibile ad una volontà, espressa in sede assembleare, del socio la cui partecipazione eccede le soglie in virtù dell'acquisto di azioni proprie, in quanto solo in quel caso pare legittimo da un punto di vista giuridico e di sistema imporre l'obbligo di offerta in capo a tale soggetto³.

Ciò premesso, in primo luogo riteniamo che l'impostazione dell'art. 44-*bis* vada riconsiderata alla luce del sistema sopra accennato. Ferma restando al primo comma la regola generale

² Come è noto, in dottrina è stata presa in esame l'ipotesi che gli acquisti di azioni proprie realizzino una ipotesi di concerto tra emittente e socio di controllo ex art. 109 del TUF, con la conseguenza che l'emittente stesso diverrebbe coobbligato con il socio di controllo a lanciare un'OPA sulle sue stesse azioni. Tale ipotesi è stata poi correttamente superata in quanto incoerente con le finalità perseguite dalla disciplina OPA, oltre che per le complicazioni pratiche che ne deriverebbero sotto il profilo della disciplina dell'acquisto di azioni proprie. Sul punto cfr. L. ENRIQUES, Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria, Bologna, 2002, p. 120 e ss.; S. CACCHI PESSANI, Le azioni proprie nei presupposti delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, in Riv. Soc., 2004, p. 277 e ss..

³ Secondo P. GIUDICI, L'acquisto di concerto, in Riv. Soc., 2001, p. 519, in questi casi il rapporto socio-emittente andrebbe ricostruito alla stregua di interponente-interposto, da cui l'applicazione della disciplina in tema di OPA obbligatoria.

circa il computo delle azioni proprie ai fini del calcolo delle soglie (ciò che resta valido in tutti i casi in cui il calcolo vada fatto a seguito di acquisti di azioni da parte di terzi diversi dall'emittente), il secondo comma dovrebbe precisare in termini positivi in quali casi eccezionali acquisti di azioni proprie (altrimenti irrilevanti) possono considerarsi "acquisti" ai fini del superamento delle soglie di cui all'art. 106 del TUF. L'attuale formulazione, tesa a descrivere in negativo i casi in cui gli acquisti di azioni proprie non sono rilevanti, sembra suggerire l'esistenza di un principio generale di rilevanza a fini d'OPA degli acquisti di azioni proprie, di cui tuttavia non si trova traccia nel TUF; al contrario, l'imposizione di un'OPA su un soggetto per acquisti realizzati da terzi (l'emittente) dovrebbe avere connotato di regola eccezionale limitata a casi ben precisi che presentano quantomeno indici di analogia con la regola di cui all'art. 106 del TUF.

Si noti, tra l'altro, che la delega al potere regolamentare di codesta Commissione, prevista dall'art. 105, terzo comma, del TUF, fa riferimento unicamente alla previsione di "*criteri di calcolo della partecipazione*" nelle ipotesi in cui i titoli "*risultino privati, per effetto di disposizioni legislative o regolamentari, del diritto di voto*", mentre non si fa riferimento alcuno al tema degli "acquisti" rilevanti. La previsione di un principio generale di rilevanza degli acquisti di azioni proprie – per quanto mitigata dalla previsione di eccezioni – rischierebbe pertanto censure per eccesso di delega. Più tollerabile sembra invece delineare – da un punto di vista di analogia e di prevenzione di elusioni rispetto agli scopi dichiarati della normativa – ipotesi eccezionali di rilevanza degli acquisti di azioni proprie.

Ciò posto, con riferimento poi all'**Ipotesi 1**, riteniamo che tale proposta sia incoerente con il sistema previsto dall'art. 106 del TUF, in quanto: (i) impone al socio l'OPA a prescindere da qualunque coinvolgimento, in termini di formazione della volontà, negli acquisti rilevanti (e si vedano i ragionamenti sopra svolti), mentre (ii) fa riferimento ad un criterio qualificante – l'esercizio di una influenza dominante – che non si ritrova nel sistema italiano delle OPA obbligatorie, incentrato su soglie fisse. A titolo di esempio, per quanto concretamente improbabile, si pensi che tale meccanismo finirebbe per imporre l'OPA al socio "dominante" anche nel caso in cui gli acquisti di azioni proprie siano stati deliberati con il solo voto favorevole degli altri soci. A ciò si aggiunga che il riferimento al concetto di "influenza dominante" lascia ampi margini di incertezza nell'applicazione pratica della norma, essendo tale definizione di non facile interpretazione e di ancor più difficile applicazione a seconda delle concrete circostanze di fatto (proprio queste difficoltà hanno indotto il legislatore ad optare, nell'OPA obbligatoria, per il sistema di soglie fisse rispetto a quello legato al concetto "mobile" di controllo/influenza dominante).

L'**Ipotesi 2** è invece correttamente incentrata sulla formazione della volontà circa la decisione di acquisto di azioni proprie. Tuttavia adotta quel meccanismo di "*whitewash*" che mal si adatta alla struttura tipicamente chiusa delle società quotate italiane e che è stato già oggetto di dibattito e critica in occasione della consultazione relativa alle Operazioni con Parti Correlate.

A chi scrive pare di più semplice e immediata applicazione una soluzione che preveda l'obbligo di offerta (i) in capo al socio la cui partecipazione superi la soglia rilevante in conseguenza dell'acquisto di azioni proprie (e quindi a prescindere dal fatto che tale socio sia maggioritario o "dominante") e (ii) nel caso in cui l'acquisto di azioni proprie sia stato approvato in assemblea con il voto favorevole e determinante del socio in questione.

In particolare si propone una formulazione di questo genere:

"Sono rilevanti, ai fini di cui all'articolo 106, commi 1 e 3, lett. b), del Testo Unico, gli acquisti di azioni proprie che siano stati approvati in assemblea con il voto determinante del soggetto che, da solo o di concerto con altri soggetti, risulti in conseguenza di tali acquisti superare le soglie di partecipazione ivi previste".

Tale soluzione consentirebbe di circoscrivere l'applicazione dell'obbligo di offerta ai soli casi in cui vi sia stato un contributo positivo e determinante nella formazione della volontà relativa all'acquisto di azioni proprie ed avrebbe il vantaggio di fornire un criterio oggettivo e difficilmente opinabile di applicazione dell'obbligo, a vantaggio della certezza del diritto.

Si dubita infine della previsione di cui al comma 3 dell'articolo in commento in quanto il dato sul numero di azioni proprie "scomputato" del numero di azioni proprie al servizio di un piano di *stock option* non appare di facile o immediata disponibilità; peraltro, non si comprende la ratio dell'esclusione dal momento che trattasi comunque di azioni che sono prive del diritto di voto ex lege.

Resta invece valida la previsione proposta al quarto comma dell'art. 44-bis, attesa la diversa funzione di tutela delle minoranze degli artt. 108 e 111 TUF.

PARITÀ DI TRATTAMENTO PER INVESTITORI ITALIANI ED ESTERI ED ARMONIZZAZIONE CON LA DISCIPLINA DEGLI ALTRI PAESI

Q29) Condividete le previsioni in materia di offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto titoli di debito [art. 35-ter]? Ritenete opportuno prevedere per queste offerte uno schema-tipo del documento di offerta *ad hoc*?

In termini generali si condivide l'approccio di codesta Autorità sulla nuova disciplina applicabile alle offerte pubbliche di scambio. Si ritiene tuttavia che, con qualche ulteriore accorgimento pratico, si potrebbe ottenere una più ampia fruibilità del metodo della "passaportazione" individuato nell'articolo menzionato.

Nel secondo comma dell'articolo 35-ter si prevede che l'offerente possa utilizzare, in luogo del documento di offerta, il prospetto approvato - conformemente alla Direttiva 2003/71/CE (la "**Direttiva Prospetto**") - dall'autorità competente dello Stato membro d'origine. In tale ipotesi, è richiesto che l'offerente allegghi, alla richiesta motivata, la bozza di prospetto, integrata con una serie di informazioni da inserire nella nota di sintesi.

Si ritiene che una tale procedura potrebbe non essere utilizzabile in alcune ipotesi che ricorrono assai di frequente nella prassi. Si pensi a tutte le volte in cui l'offerente abbia già in essere un *EMTN programme*, e intenda procedere all'emissione di nuovi titoli sulla base dei "*final terms*" (l'equivalente delle "condizioni definitive" nella regolamentazione italiana). In tali casi, l'emissione dei nuovi titoli da offrire in scambio avverrebbe, quindi, sulla base di un prospetto già approvato, senza che sia possibile effettuare un ulteriore passaggio presso l'autorità dello Stato membro d'origine (i "*final terms*", infatti, non necessitano di alcuna ulteriore approvazione).

In tale ipotesi, non sarebbe possibile l'integrazione della nota di sintesi con le informazioni richieste (essendo la nota di sintesi incorporata nell'*EMTN programme* oggetto di approvazione), e l'offerente si troverebbe nell'impossibilità pratica di poter utilizzare la strada della passaportazione.

Al fine di consentire l'utilizzo della procedura individuata nell'articolo 35-ter, si potrebbe consentire all'offerente di fornire all'investitore le informazioni previste dal menzionato articolo in un documento diverso dalla nota di sintesi. In particolare, essendo invalsa nella prassi internazionale l'abitudine di redigere per tali operazioni il c.d. *Exchange Offering Memorandum*, l'offerente potrebbe inserire tali informazioni in una apposita sezione del documento citato. A tal riguardo, non varrebbe l'obiezione per cui l'*Exchange Offering Memorandum* non è un documento approvato da alcuna autorità di vigilanza. L'articolo 35-ter ha infatti previsto una procedura non automatica, in cui la Consob è chiamata in ogni caso ad esprimersi sulla sufficienza delle informazioni inserite nella nota di sintesi. Tale valutazione potrebbe essere fatta dalla Consob anche su un documento non approvato da altra autorità, quale è appunto l'*Exchange Offering Memorandum*.

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 in linea generale le esenzioni introdotte dall'articolo 35-bis.

In relazione all'esenzione di cui all'art. 35-bis, comma 3, lett. c) ("*gli strumenti finanziari che l'offerente intende acquistare siano di valore nominale unitario minimo pari ad almeno 50.000 euro*"), si chiede conferma a codesta Spettabile Autorità che l'offerta sia esentata anche nel caso in cui i titoli offerti in scambio abbiano un valore inferiore a 50.000 euro. In tal caso, infatti, l'emissione del nuovo titolo in scambio ricadrebbe nella disciplina dell'offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita (con la conseguenza che il nuovo titolo sarebbe documentato con un prospetto redatto sulla base della Direttiva Prospetto), mentre ad essere esentata dall'obbligo di redigere un documento di offerta sarebbe l'operazione di scambio nel suo complesso.

Con riferimento all'esenzione di cui alla successiva lett. d), portiamo all'attenzione di codesta Autorità la necessità di chiarire il perimetro oggettivo ivi previsto. In particolare, sembrerebbe opportuno limitare l'ambito di applicazione dei presidi informativi di cui all'esenzione in parola unicamente a quelle modifiche alle condizioni del prestito che possano costituire una nuova scelta d'investimento da parte dell'obbligazionista.

RIDUZIONE DEI COSTI DI COMPLIANCE PER GLI OFFERENTI

Q31) Concordate con la standardizzazione dei contenuti di comunicati e documenti di offerta [art. 37 e schema tipo del documento di offerta]?

Si esprime parere favorevole alla standardizzazione proposta, in quanto tendenzialmente volta a ridurre i tempi connessi all'approvazione e realizzazione di un'offerta. Si esprime inoltre parere favorevole alla predisposizione di un apposito schema riguardante le offerte su titoli di debito (tenuto conto delle nuove disposizioni in materia).

Sarebbe inoltre opportuna anche la predisposizione di un apposito schema (anche sotto forma di rinvio a parti specifiche di schemi "completi") per l'adempimento dell'obbligo di acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, qualora sia richiesto un apposito documento informativo ai sensi delle nuove disposizioni regolamentari.

Con specifico riferimento ai contenuti del nuovo schema 2 (da utilizzare per offerte pubbliche di acquisto aventi ad oggetto strumenti finanziari negoziati su un mercato regolamentato dell'Unione Europea), si formulano di seguito alcune brevi osservazioni.

1. In relazione al paragrafo B.2, alcune informazioni richieste in merito all'emittente risultano di difficile o impossibile ir reperibilità nel caso in cui l'offerente non sia il socio di controllo (quali ad esempio indicazioni di delibere all'acquisto di azioni proprie e azioni proprie detenute dall'emittente, dettagli su organi di amministrazione e controllo).
2. Il Paragrafo F.2 non appare particolarmente chiaro laddove richiede indicazioni circa la titolarità e l'esercizio dei diritti connessi agli strumenti finanziari oggetto di offerta in pendenza della stessa.
3. In merito alla documentazione relativa all'emittente da mettere a disposizione del pubblico – di cui al paragrafo O – sembra opportuno un coordinamento della richiesta di mettere a disposizione la relazione finanziaria annuale ovvero, se disponibile, il progetto di bilancio, con le ultime modifiche apportate al TUF in sede di recepimento della c.d. Shareholders' Rights Directive – Direttiva 2007/36/CE (che include nella relazione annuale il progetto di bilancio).

COMMENTI DI DETTAGLIO

Nel prosieguo del presente documento vengono formulate alcune ulteriori osservazioni di dettaglio in merito al contenuto dei singoli articoli, seguendo l'ordine degli stessi.

➤ Articolo 36 (Pubblicazione dei comunicati e dei documenti relativi all'offerta)

Si suggerisce di specificare, sia al comma 1 che al comma 2, che deve trattarsi di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano, venendo altrimenti meno la ratio e le condizioni di applicazione delle relative disposizioni.

➤ Articolo 36-ter (Comunicazione della scelta dell'Autorità di Vigilanza)

Potrebbe risultare opportuno specificare, nel corpo dell'articolo, che la comunicazione al mercato della scelta dell'autorità di vigilanza deve avvenire secondo le modalità di cui all'art. 36. La rubrica dell'articolo 36 ("Pubblicazione dei comunicati e dei documenti relativi all'offerta") potrebbe infatti non essere di particolare ausilio nel rendere automatica l'applicazione di tale norma ad un caso molto specifico come quello in discussione (che difficilmente verrà inquadrato come "comunicato relativo all'offerta").

➤ Articolo 37-ter (Promozione dell'offerta)

Si dubita dell'effettiva utilità di un comunicato, previsto al comma 4 dell'articolo in commento, sulla sospensione dell'istruttoria e riavvio della stessa. Trattasi infatti del normale svolgimento di un'attività istruttoria, la cui sospensione per ragione di richiesta di integrazioni rappresenta la regola. Un'informativa sul punto appare pertanto priva di particolare valore segnaletico né sembra porsi nell'ottica di un rafforzamento della trasparenza.

➤ **Articolo 38 (Documento d'offerta)**

L'avviso previsto al comma 2 dovrebbe più correttamente fare riferimento alla pubblicazione del documento (oltre che alle modalità di diffusione). Allo stesso modo il comma 5 dovrebbe essere integrato per richiedere che anche in caso di supplemento, così come richiesto al comma 2 in merito al documento di offerta, venga pubblicato un avviso relativo alla pubblicazione del supplemento.

➤ **Articolo 39 (Comunicato dell'emittente)**

Il comma 2 dell'articolo in commento prevede un regime particolare per le operazioni su titoli di debito, non richiedendo talune informazioni richieste invece per le operazioni su azioni.

Al riguardo occorre tuttavia considerare che le operazioni su titoli di debito rispondono a logiche del tutto diverse da quelle su azioni e sarebbe pertanto auspicabile una disapplicazione totale dell'articolo in oggetto. Ad esempio, la valutazione sulla congruità del corrispettivo - richiesta dalla lett. c) - anche laddove possibile (nelle operazioni su titoli di debito il corrispettivo viene infatti spesso fornito solo all'inizio dell'offerta), richiederebbe valutazioni particolarmente complesse, che esulano dalla competenze degli organi sociali dell'emittente. Si ritiene, inoltre, che anche le altre informazioni richieste dall'articolo in oggetto non siano strettamente necessarie per una valutazione dell'operazione.

In relazione al comma 3, si evidenzia quanto segue. Dal momento che l'art. 65-bis, comma 2, richiamato nel comma in questione, non ha un'applicazione generalizzata ma si applica solo nell'ipotesi in cui l'emittente sia una società quotata in Italia o avente azioni diffuse, sarebbe preferibile sostituire il richiamo al menzionato articolo con la possibilità "espressa" di utilizzare il sito internet per la pubblicazione degli allegati al comunicato con contestuale pubblicazione di un comunicato che ne annunci la relativa messa a disposizione.

➤ **Articolo 40-bis (Riapertura dei termini dell'offerta)**

Sarebbe opportuno specificare - nel corpo dell'articolo - che nell'avviso sui risultati sarà resa nota la riapertura dei termini (con le relative date) nonché la nuova data di pagamento.

➤ **Articolo 41 (Norme di trasparenza)**

Si ritiene opportuno specificare, sia alla lett. a) che alla lett. c) del comma 2, che l'ammissione alla negoziazione deve riguardare un mercato regolamentato italiano.

In relazione al comma 7, non è chiaro il motivo della mancata introduzione dell'esenzione dagli obblighi di comunicazione ivi previsti delle operazioni effettuate per attività di trading, esenzione prevista invece al comma 4 del successivo art. 42, dal momento che il nuovo

obbligo previsto al comma in esame è sostanzialmente finalizzato a consentire l'operatività della *best price rule* nei sei mesi successivi all'offerta.

➤ **Articolo 42 (Norme di correttezza)**

In relazione al comma 3, sembrerebbe più corretto limitare l'operatività della *best price rule* nei sei mesi successivi alla chiusura dell'offerta solo agli acquisti fuori mercato, al pari di quanto previsto dal legislatore tedesco (anche in considerazione del fatto che il meccanismo di formazione dei prezzi in un mercato regolamentato dovrebbe garantire da possibili fenomeni elusivi). In alternativa, si potrebbe valutare l'inserimento di una soglia di materialità per gli acquisti nei sei mesi successivi, in considerazione degli oneri connessi all'operatività della regola per un periodo relativamente lungo.