

STUDIO LEGALE
GALBIATI, SACCHI E ASSOCIATI

Spettabile
CONSOB
Divisione Studi Giuridici
Via G. B. Martini, n. 3
00198 Roma

Milano, 15 novembre 2010

A mezzo SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno

Oggetto: Documento di consultazione 6 ottobre 2010 - “Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio”. Osservazioni trasmesse dallo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati

Con riferimento al documento di consultazione in oggetto (il “**Documento di Consultazione**”), ringraziamo anzitutto questa Spettabile Commissione per la possibilità data ai soggetti interessati di partecipare alla consultazione, mediante formulazione di commenti alla proposta regolamentare allo studio. Auspichiamo che quanto qui riportato possa essere di qualche utilità ai fini dell’elaborazione del testo finale della normativa oggetto di consultazione. Aggiungiamo altresì il nostro apprezzamento per l’utilizzo dello strumento del *Public Hearing*, tenutosi in data 27 ottobre 2010 in Roma.

Nel seguito provvediamo a rispondere ai quesiti elencati nel Documento di Consultazione, formulando alcune osservazioni che tengono anche conto di quanto emerso nel corso del richiamato *Public Hearing*.

Nel rimanere a disposizione per ogni chiarimento, indichiamo di seguito i nostri indirizzi e recapiti:

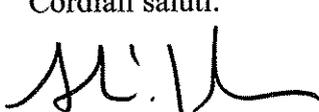
aldo.sacchi@lexgsa.it

matteo.cremascoli@lexgsa.it

gianluca.perrone@lexgsa.it

presso Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati, Via Durini 24, Milano,
tel. 02781673 - fax 02781549.

Cordiali saluti.


Avv. Aldo Sacchi


Avv. Matteo M. Cremascoli


Avv. Gianluca Perrone

**RISPOSTE AI QUESITI DA Q1 A Q33 RIPORTATI NEL DOCUMENTO DI
CONSULTAZIONE**

QUESTIONI GENERALI

Q1) Ritenete che la Consob dovesse adottare ulteriori obiettivi di policy nell'orientare le proprie scelte regolamentari? Se sì, quali ulteriori finalità dovrebbero essere perseguite?

Gli obiettivi di *policy* a cui la Commissione si è ispirata ai fini delle proprie scelte regolamentari paiono coerenti con il disposto dell'art. 91 TUF e, tenuto conto degli spazi concessi all'intervento regolamentare dalle norme primarie e dei principi sanciti dalla Direttiva 2004/25/CE, offrono, a nostro avviso, una tutela ragionevolmente bilanciata agli interessi dei principali soggetti coinvolti nella dinamica delle offerte pubbliche di acquisto.

In quest'ottica, infatti, sono stati opportunamente tenuti in preminente considerazione gli interessi dei destinatari dell'opa, con particolare attenzione al caso delle offerte "di chiusura" promosse da soggetti *insider*, e nel contempo non vengono del tutto trascurate sia le esigenze di efficienza e dinamicità del mercato del controllo societario sia, in alcuni casi, talune specifiche istanze dei soggetti offerenti (per esempio attraverso previsioni volte a ridurre i costi di *compliance* e a rendere più oggettiva l'attività di controllo della Commissione).

Nel seguito del presente documento non si mancherà peraltro di provare a suggerire, per alcune aree dell'intervento normativo proposto dalla Commissione, la valutazione di soluzioni in parte diverse, e a seconda dei casi più o meno "decise" rispetto a quelle in consultazione, pur nell'ambito dei medesimi obiettivi di *policy* adottati dalla Commissione.

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

Quanto alle specifiche aree di disciplina riguardate dalle proposte della Commissione, segnaliamo, in sintesi, quale possibile oggetto di ulteriore intervento:

(i) la regolamentazione dell'*acquisto indiretto*, allo stato forse ancor troppo sinteticamente disciplinato dai tre commi dell'attuale art. 45 Regolamento Emittenti;

(ii) l'area delle *modifiche dell'offerta*;

(iii) l'area della *condizionabilità* dell'offerta.

Con particolare riguardo alle aree di disciplina richiamate *sub (ii)* e *(iii)*, va detto che esse rappresentano importanti corollari del più generale principio di irrevocabilità dell'offerta sancito dall'art. 103, comma 1, TUF.

Una regolamentazione di maggior dettaglio relativa a tali aree risulterebbe apprezzabile soprattutto ora che, anche grazie alle accurate analisi preliminari svolte dagli uffici della Commissione e documentate dal corredo di allegati al Documento di Consultazione, può dirsi sempre più delineato in Italia il tema della centralità della posizione degli azionisti oblati nello studio della dinamica delle offerte pubbliche e dei connessi problemi di azione collettiva.

Spesso, infatti, i profili delle modifiche e delle condizioni all'offerta possono giocare un ruolo di notevole importanza nel processo decisionale degli azionisti oblati, come l'Allegato 4 al Documento di Consultazione ampiamente documenta.

In concreto, potrebbe essere allora senz'altro utile una disciplina di maggior dettaglio sia dei *limiti di ammissibilità delle modifiche all'offerta* (attualmente oggetto del sintetico comma 2 dell'art. 43 Regolamento Emittenti), sia dei *limiti di ammissibilità delle condizioni all'offerta* (oggetto del non meno sintetico comma 1 dell'art. 40 TUF). E ciò anche in ragione del fatto che talora, nella prassi anche recente di opa volontarie, si è osservata la

proposizione di condizioni di efficacia dell'offerta (ad esempio le cosiddette "MAC") non sempre di oggettiva verificabilità e legate a parametri o sopravvenienze assai incerte relative al mercato o alla società *target* stessa. Infine, sempre in relazione ai temi della modificabilità e condizionabilità dell'offerta, non sembrerebbero inutili, laddove consentiti dalle maglie dell'attuale legislazione primaria, precisazioni normative in ordine alla rinunziabilità o meno di determinate condizioni originariamente apposte all'offerta (per un esempio di tali aspetti, si v. *infra sub* risposte Q5.4 e Q20), nonché in ordine alla natura vincolante o meno, per gli offerenti, di determinate comunicazioni preventive al mercato relative all'intenzione dell'offerente di assolvere o esercitare, nel corso o all'esito dell'offerta, specifici oneri o diritti a lui spettanti.

RAFFORZAMENTO DELLA TUTELA DEGLI AZIONISTI DI MINORANZA

I rimedi per limitare la *pressure to tender*

Q3) Condividete la scelta di prevedere l'obbligo di riapertura dei termini in caso di "successo" dell'offerta? Ritenete che le condizioni di successo siano state correttamente individuate? Se no, quali altre o diverse condizioni dovrebbero essere individuate [art. 40-bis e cfr. Allegato 4]?

Q3.1. Condividiamo l'introduzione di strumenti di mitigazione della *pressure to tender* nella disciplina delle offerte promosse da *insider* (v. anche *infra, sub* Q5 e Q23, per l'opportunità di simili strumenti anche nelle offerte per il controllo).

Q3.2. In merito alla scelta specifica, tra gli istituti noti all'analisi economico-giuridica quali possibili presidi contro la coazione a vendere, dell'istituto della riapertura dei termini (*second round requirement*), ci si potrebbe tuttavia interrogare se non possa essere per alcuni versi preferibile l'istituto del *voting requirement* ⁽¹⁾ (valutando se sia ugualmente possibile, come a noi parrebbe,

⁽¹⁾ Ossia, in estrema sintesi, un requisito dell'offerta analogo a quello previsto dal vigente art. 107 TUF per l'opa preventiva parziale. Come preciseremo altrove (*infra, sub* risposta Q5), tale requisito potrebbe tuttavia essere introdotto in una versione parzialmente rivista, secondo cui l'efficacia

la sua introduzione per via regolamentare in virtù della delega *ex art. 103*, comma 4, lett. a), TUF relativa alla disciplina dello “svolgimento dell’offerta”).

In termini generali, il *voting requirement*, quale possibile rimedio alla coazione a vendere, non comporterebbe l’inconveniente, presente nell’istituto del *second round requirement*, di poter disincentivare le adesioni al primo *round* da parte degli azionisti favorevoli a un’offerta finalizzata a un trasferimento efficiente del controllo ovvero, in altra ipotesi, a un’offerta conveniente lanciata dall’azionista di controllo sia pure con finalità di *going private*.

Q3.3. Il descritto inconveniente legato al *second round requirement* è preso in considerazione nelle approfondite analisi preparatorie della Commissione (cfr. l’Allegato 4 al Documento di Consultazione, pagg. 7 e 10).

Notiamo anzi che la consapevolezza di tale possibile inconveniente pare aver ispirato, tra le altre, le scelte regolamentari della Commissione di (i) non prevedere la riapertura con riferimento alle offerte per il controllo (art. 40-*bis*, comma 1) e di (ii) prevedere, con riferimento alle offerte “interne”, una riapertura solo eventuale (art. 40-*bis*, comma 1, lett. b)) nelle offerte incondizionate. In queste ultime offerte, infatti, la riapertura viene fatta dipendere dal successo dell’offerta, così “responsabilizzando” gli oblati potenzialmente favorevoli nel corso del primo *round*, i quali sono avvertiti che, se l’offerta non raccoglie un certo numero di adesioni nel primo *round*, non avrà luogo alcun secondo *round*.

Q3.4. Osserviamo tuttavia, da un lato, che il segnalato rischio di scarsa adesione al primo *round* da parte dei favorevoli non verrebbe in tal modo del tutto eliminato, bensì solo mitigato nelle offerte incondizionate e, dall’altro lato, che tale rischio non può dirsi assente neppure nel caso delle offerte condizionate.

dell’offerta è condizionata all’approvazione (nella medesima scheda relativa all’adesione o comunque contestualmente all’adesione) da parte di tanti oblati che possiedano la maggioranza dei titoli apportati all’offerta (e che siano ovviamente considerati non interessati secondo criteri analoghi, e per qualche aspetto migliorabili, a quelli già previsti nell’attuale art. 107 TUF).

Infatti, nel caso di offerta condizionata, risulta decisiva, nelle valutazioni dell'oblato, solo l'ipotesi di insuccesso della stessa (ossia di mancato raggiungimento della soglia di adesioni condizionante l'opa).

L'ipotesi di successo dell'offerta risulta neutra per l'oblato, in quanto, in tal caso, aderire al primo ovvero al secondo *round* può comportare solo una differenza di poco conto sulla tempistica di pagamento del corrispettivo. Avendo riguardo, invece, all'ipotesi di insuccesso dell'offerta, la scelta di aderire al *primo round* potrebbe implicare costi di transazione che l'oblato non avrebbe sopportato se avesse atteso di assumere le proprie determinazioni finali nel corso dell'eventuale secondo *round* (si pensi per esempio all'impossibilità di disporre dei titoli dopo aver aderito all'offerta e fino al momento in cui non venga definitivamente dichiarato che la stessa non è divenuta efficace).

Q3.5. Tornando poi al caso delle offerte incondizionate, potrebbe risultare non del tutto efficiente individuare condizioni di successo delle stesse necessariamente medie e standardizzate, come deve inevitabilmente accadere per la necessaria generalità e astrattezza dell'intervento normativo regolamentare della Commissione. Infatti, nelle offerte incondizionate, le condizioni di successo per l'offerente sono per lo più soggettive e non dichiarate (in assenza di una formale condizione di efficacia apposta all'offerta, non è dato sapere quale percentuale di adesioni sia ritenuta utile o comunque di successo per i programmi personali dell'offerente). È pertanto possibile che l'offerta abbia successo per l'offerente a soglie diverse e più basse di quelle contemplate in termini generali dal proposto art. 40-*bis*, comma 1, lett. b), numero 1, eppure non tali, in ipotesi, da far scattare la riapertura dei termini dell'offerta.

Potrebbero pertanto avere successo anche offerte con coazione a vendere, ma senza riapertura dei termini. L'oblato rimarrebbe in tali offerte esposto a *pressure to tender*, potendo l'efficacia dell'offerta ben convivere con

l'assenza di un *second round*, ciò che invece non sarebbe mai possibile nelle offerte condizionate.

Q3.6. In definitiva, per le ragioni sopra accennate, potrebbe forse essere oggetto di ulteriore considerazione se il meccanismo del *voting requirement*, con la possibilità che esso offre all'oblato di separare puramente e semplicemente il proprio giudizio sull'offerta dall'adesione alla stessa, non possa rappresentare un più efficiente rimedio alla *pressure to tender*, un rimedio in particolare privo delle potenziali controindicazioni sopra accennate che sembrano insite invece nel *second round requirement*. In particolare, il *voting requirement* potrebbe essere adottato in una variante applicativa leggermente diversa e più equilibrata rispetto a quella oggi contemplata dall'art. 107 TUF, in una variante che cioè attribuisse rilievo decisivo alla maggioranza dei soli titoli apportati all'offerta, dedotti ovviamente sempre quelli conferiti dagli azionisti interessati (su questi aspetti si v. brevemente *infra sub Q5*).

Q3.7. Un ultimo cenno a un aspetto di dettaglio della disciplina contenuta nella proposta di art. 40-bis. Con riferimento al comma 3, lett. b) di detto articolo, si rileva come l'equivalenza funzionale tra la riapertura dei termini e l'istituto del *sell out* ex art. 108, comma 1, TUF, che dovrebbe giustificare la disapplicazione della prima nei casi in cui possa operare il secondo, non possa a nostro avviso dirsi completa. Non appare certo, infatti, che il prezzo di *sell out* sia sempre uguale al prezzo della precedente offerta (cfr. il proposto art. 50, comma 4) come invece accade in caso di riapertura dei termini. Anche tale incertezza, con la connessa possibilità, nella percezione soggettiva degli oblati, che il prezzo di *sell out* possa essere, sia pure in casi marginali, più basso di quello dell'offerta, potrebbe non consentire di mitigare significativamente la *pressure to tender*.

Q4) *Condividete la scelta di prevedere l'obbligo di un parere degli amministratori indipendenti [art. 39-bis e cfr. Allegato 4]?*

Q4.1. Riteniamo che la previsione di un intervento specifico degli amministratori indipendenti costituisca un elemento di disciplina di fondamentale importanza nell'ambito delle opa lanciate da *insider*, in relazione alle quali la maggioranza dell'organo amministrativo di *target* tendenzialmente non è in grado di garantire un'efficace tutela degli azionisti di minoranza oblati, per via della condizione interessata della maggioranza dei propri componenti.

Il ruolo degli amministratori indipendenti è del resto il perno della più avanzata disciplina nordamericana delle offerte "interne" di matrice giurisprudenziale.

Q4.2. In quest'ottica, ci chiediamo tuttavia se non sia possibile rafforzare il ruolo degli indipendenti nell'ambito di simili offerte, diminuendo, almeno in parte, il *gap* normativo che sarebbe oggi dato rilevare rispetto alla disciplina del ruolo degli indipendenti nelle operazioni con parti correlate.

In via di estrema sintesi, tenendo presente, da un lato, la disciplina di cui al Regolamento Consob 17221 sulle operazioni con parti correlate, e dall'altro, il sistema regolamentare relativo alle opa lanciate dall'azionista di controllo proposto dalla Commissione (in particolare negli artt. 39-*bis* e 40-*bis*), potrebbe dirsi che, oggi, l'azionista di controllo che volesse abbandonare la quotazione, tra le due possibili strade rappresentate (i) dalla fusione della società quotata con la controllante non quotata, con possibili recessi *ex art. 2437-quinquies* c.c. e (ii) dall'offerta pubblica di acquisto totalitaria possibilmente seguita da *sell out*, *freeze out* e *delisting*, potrebbe essere indotto a scegliere la seconda in considerazione del diverso ruolo assegnato dalla regolamentazione agli indipendenti nelle due tipologie di operazione.

Nel caso della fusione, in effetti, l'attuale art. 8, lett. c), Regolamento 17221, relativo alle "operazioni di maggior rilevanza", prevede, tra le altre forme di coinvolgimento degli indipendenti, il necessario parere favorevole degli stessi (salvo il ricorso al *whitewash* assembleare introducibile statutariamente per superare il loro eventuale dissenso).

Nel caso dell'opa, invece, il parere degli indipendenti *ex art. 39-bis* risulta semplicemente allegato, con finalità informative, al comunicato dell'emittente, senza che il sistema ricollegli ad esso altro più importante effetto. Inoltre, al caso dell'opa – che non integra gli estremi di un'operazione posta in essere dalla società *target*, bensì costituisce un'operazione di mercato tra l'azionista di controllo e gli azionisti di minoranza – non potrebbe essere applicato il Regolamento Consob 17221, per via dei limiti della definizione di “operazione con parte correlata” contenuta nell'Allegato 1 al predetto Regolamento.

Q4.3. In quest'ottica, allora, pur senza giungere all'estremo di equiparare il trattamento normativo delle due descritte ipotesi – le quali, sebbene quasi sostanzialmente equivalenti sotto un profilo funzionale, conservano chiare differenze strutturali – si potrebbe forse valutare se non sia almeno opportuno accorciare il descritto *gap* normativo.

Tale obiettivo potrebbe essere perseguito prevedendo specificamente, per le opa in questione, un coinvolgimento degli indipendenti anche in fasi precedenti la preparazione e l'emissione del loro parere e anche in fasi successive a detta emissione, in corso di offerta; si potrebbe in pratica estendere, con i necessari adattamenti, il principio del coinvolgimento informativo nelle trattative e in istruttoria che risulta sancito, per le operazioni con parti correlate, alla lettera b dell'art 8 del relativo Regolamento Consob (senza giungere tuttavia all'estensione anche del principio di cui alla lettera c del medesimo art. 8, relativo al parere vincolante).

A tal fine, considerata la difficoltà di individuare, nel contesto di opa lanciate dall'azionista di controllo, fasi di trattativa o istruttoria nelle quali sia coinvolto il *board* di *target* prima della comunicazione *ex art. 102 TUF* a opera della controllante, sarebbe auspicabile che la Commissione riuscisse a isolare e tipizzare flussi informativi attivi e/o passivi, nonché ruoli, prerogative e poteri specifici di pertinenza o competenza del comitato di

amministratori indipendenti, ulteriori rispetto alla mera preparazione e redazione del parere *ex art. 39-bis*, comma 2.

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

Q5.1. Concordiamo sul fatto che i problemi di (i) *pressure to tender*, (ii) di asimmetria informativa tra offerente e oblati, nonché (iii) di tendenziale inidoneità del *board* di *target* a rimediare ai primi due aspetti siano più intensi nelle offerte promosse da soggetti *insider*. Si tratta di un dato acquisito all'analisi economico-giuridica e da tempo tenuto in grande considerazione dalla giurisprudenza nordamericana in materia. Al riguardo, si auspica che, grazie alla proposta della Commissione ora in consultazione, tale dato venga recepito anche nel nostro sistema regolamentare, con risultati apprezzabili in termini di serietà ed efficienza del nostro mercato regolamentato.

Q5.2. Tuttavia rileviamo che i problemi sopra richiamati *sub (i)* e *(ii)* possono essere presenti in misura significativa anche nelle offerte per il controllo (*takeover bids*) promosse da soggetti *outsider*.

Osservando il vigente sistema regolamentare italiano e considerando nel loro complesso le proposte della Commissione, si può constatare che un rimedio alla *pressure to tender* risulterebbe contemplato, nell'ambito delle offerte per il controllo, con riguardo alle sole offerte parziali (in particolare dall'art. 107 TUF con una versione particolarmente rigorosa di *voting requirement*, come tra breve diremo).

Tali offerte, per la possibilità che esse strutturalmente offrono di esternalizzare sulla minoranza residua post-offerta i costi legati all'eventuale estrazione di benefici privati a opera del nuovo controllante, in effetti possono rappresentare la modalità potenzialmente più "pericolosa" per il trasferimento del controllo tramite o.p.a.. Le offerte parziali, in virtù della possibilità di esternalizzazione appena accennata, sono cioè quelle alle quali è più plausibile che possano ricorrere *raider* non efficienti, e quindi quelle in occasione delle

quali può essere presuntivamente più frequente la presenza di *pressure to tender* negli oblati.

Tuttavia – è dato notare, pur senza potersi soffermare adeguatamente in questa sede nell’analisi – appare considerazione comune nella letteratura scientifica italiana e straniera in materia di opa che anche l’opa (volontaria) totalitaria è interessata dal problema della coazione a vendere.

Q5.3. Dall’Allegato 4 al Documento di Consultazione (cfr. in particolare pag. 10) si desume che la Commissione ha scelto di escludere le offerte per il controllo dall’applicazione del rimedio alla *pressure to tender* rappresentato dal *second round*, e ciò in base a una trasparente ponderazione dei possibili effetti collaterali di tale rimedio (per i quali si rinvia *retro sub* Q3) in vista di comprensibili esigenze di dinamicità del mercato del controllo societario.

In proposito, potrebbe essere allora non inutile chiedersi se l’adozione del diverso strumento del *voting requirement*, privo dell’inconveniente di disincentivare in prima battuta le adesioni dei favorevoli a offerte efficienti, possa rappresentare una soluzione da estendere anche alle opa per il controllo lanciate da *outsider* (e sempre per via regolamentare, giusta delega *ex art.* 103, comma 4, lett. a), TUF); anche in tali diversi contesti, in effetti, il voto potrebbe risultare un efficace strumento di contrasto alla coazione a vendere.

Q5.4. In effetti, si rileva come attualmente la disciplina italiana delle offerte volontarie totalitarie per il controllo non preveda alcun rimedio regolamentare alla coazione a vendere.

Tale, infatti, non può essere considerato il *sell out ex art.* 108 TUF, in quanto per gli oblati, da un lato, è incerto il fatto che l’offerente raggiunga la soglia prevista per il sorgere dell’obbligo di *sell out* in capo all’offerente (salvo il caso, di scuola tuttavia nel nostro ordinamento, in cui l’offerente abbia volontariamente posto il raggiungimento della relativa soglia quale condizione di efficacia dell’offerta e l’abbia resa *non rinunziabile* per sua espressa volontà); e, dall’altro lato, può essere altresì incerto quale sarà il prezzo di *sell out* (cfr. infatti l’art. 50, comma 4 e quanto già osservato *retro sub* Q3).

Ma tali non possono essere considerate nemmeno le possibili azioni di resistenza al *raider* da parte del *board* di *target*, vista la soggezione di quest'ultimo alla *passivity rule* ex art. 104 TUF (salvo *opt-out* statutario).

Q5.5. Peraltro – e venendo così alla risposta anche alla seconda parte del quesito Q5) – non dovrebbe essere considerato necessario, nel caso di opa per il controllo lanciate da *outsider*, affiancare a strumenti di contrasto alla coazione a vendere l'ulteriore presidio rappresentato dal parere degli amministratori indipendenti, a differenza di quanto accade per la proposta disciplina delle offerte "interne".

Mancherebbero a nostro avviso, in queste ipotesi, le ragioni di un intervento *ad hoc* di questi ultimi, considerata l'estraneità dell'offerente al gruppo di controllo di *target* e quindi la distanza che, rispetto all'offerente, conserverebbero gli amministratori di *target* (salvi i casi di accordi tra offerente e amministratori della *target*). In tali ipotesi, la funzione informativa ed eventualmente di resistenza al *raider* nell'interesse degli azionisti oblati può essere efficientemente svolta dal funzionamento ordinario dell'organo amministrativo e la soluzione di eventuali conflitti di interesse affidata all'ordinaria applicazione delle norme societarie.

Q5.6. Un ultimo cenno alle modalità specifiche del *voting requirement* che potrebbe essere adottato con riferimento alle opa preventive totalitarie.

Il *voting requirement* potrebbe in tali ipotesi essere introdotto nella sua versione meno rigida, secondo la quale l'efficacia dell'offerta è condizionata all'approvazione (nella medesima scheda relativa all'adesione o comunque contestualmente all'adesione) da parte di tanti oblati che possiedano la maggioranza dei titoli apportati all'offerta (e che siano ovviamente considerati non interessati secondo criteri analoghi, e per qualche aspetto migliorabili, a quelli già previsti nell'attuale art. 107 TUF).

Si potrebbe e si dovrebbe dunque evitare, nel caso di opa totalitarie, quella versione forte del *voting requirement* che è attualmente contemplata dall'art. 107 TUF, in virtù della quale le astensioni totali (cioè il comportamento di chi

non aderisce né esprime giudizio sull'offerta) sono considerate giudizi negativi sull'offerta (in quanto la maggioranza richiesta viene calcolata sui titoli in circolazione, anziché su quelli consegnati all'opa, salvo escludere sempre dal computo quelli in mano agli azionisti interessati). In pratica, quello sfavore per le opa *parziali* per il controllo potrebbe essere evitato per le opa *totalitarie* per il controllo, assoggettando queste ultime a un *voting requirement* più leggero.

Anche questo aspetto, insieme al fatto che il diritto di acquisto (*freeze out*) ex art. 111 TUF resta accessibile per lo scalatore solo a seguito di offerte totalitarie, potrebbe così costituire un importante fattore di differenziazione regolamentare (o scalino normativo) tra istituti e creare un opportuno incentivo all'adozione dello strumento dell'opa totalitaria quale modalità di acquisizione del controllo, preferibile all'opa parziale; con verosimile beneficio per il mercato in termini di accrescimento delle occasioni di disinvestimento delle partecipazioni azionarie a prezzi favorevoli.

Q5.7. Per un'ulteriore ragione specifica che potrebbe suggerire l'introduzione del *voting requirement*, o comunque di altro strumento di contrasto alla *pressure to tender*, anche nelle opa totalitarie per il controllo, si rinvia alla risposta al successivo quesito Q23.

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)]?*

In coerenza con la rivisitazione delle norme di trasparenza, l'introduzione della *disclosure* anche sull'"*intenzione*" di vendere i prodotti finanziari oggetto dell'offerta opportunamente completa l'ambito delle informazioni in grado, in linea di principio, di suscitare reazioni (in termini di prezzo di negoziazione dei titoli e di andamento delle adesioni all'opa) da parte del mercato.

Ciò premesso, da un punto di vista sostanziale, la formulazione letterale della previsione (*“l’offerente e coloro che agiscono di concerto, qualora abbiano intenzione di vendere i prodotti finanziari oggetto dell’offerta, ne danno notizia alla Consob e al mercato entro la giornata precedente all’operazione”*) potrebbe forse essere oggetto di alcune revisioni.

In effetti, in primo luogo, potrebbe essere sufficiente imporre la sola *“comunicazione al mercato”*, posto che l’art. 36 del Regolamento Emittenti (nel testo proposto dal Documento di Consultazione) disciplina le modalità per una simile comunicazione (ricomprendendo la trasmissione delle informazioni a Consob).

In secondo luogo, il proposto art. 41, comma 2, lett. *a-bis* differisce in modo non trascurabile dalla norma del *Takeover Code* (Rule 4.2, lettera a) presa a riferimento dalla Consob (e riportata nell’Allegato 1 al Documento di Consultazione, pag. 45).

La disciplina inglese impone un divieto assoluto di cessione nelle 24 ore successive alla comunicazione. La norma italiana, viceversa, consentirebbe di effettuare la comunicazione nella tarda serata del giorno *“t”* e l’effettuazione della cessione all’apertura dei mercati nel giorno *“t+1”*.

Se si ritiene che la notizia dell’intenzione di cedere i titoli oggetto dell’opa da parte dell’offerente (e dei suoi concertisti) sia rilevante per il mercato, allora si potrebbe ipotizzare di lasciare al medesimo *“mercato”* un lasso maggiore di tempo (che la disciplina inglese individua in 24 ore) per valutare adeguatamente tale scelta.

Q7) Condividete la scelta di estendere le regole di trasparenza in corso d’OPA agli strumenti finanziari cash-settled [art. 41, comma 2, lett. b)]?

L’obbligo di comunicazione dell’operatività posta in essere dai *“soggetti interessati”* sugli strumenti finanziari derivati pare colmare una mancanza di informativa che, considerata la diffusione di questa tipologia di strumenti finanziari, potrebbe sensibilmente influire sia sul possesso degli strumenti

finanziari oggetto dell'offerta, sia sul loro prezzo di mercato. La nuova norma è pertanto da considerarsi condivisibile.

La rilevanza dei derivati per l'obbligo di OPA

Q8) Ritenete opportuno che il problema dell'utilizzo degli strumenti derivati a fini elusivi della disciplina OPA sia affrontato attraverso l'estensione della nozione di partecipazione ai sensi dell'art. 105, comma 2, del TUF? [art. 44-ter e cfr. Allegato 5]?

A nostro avviso, la scelta di estendere la nozione di partecipazione ai sensi dell'art. 105, comma 2, TUF agli strumenti finanziari derivati *cash settled* che conferiscano una posizione lunga dovrebbe essere oggetto, allo stato, di ulteriori considerazioni.

In effetti, in primo luogo, lo scioglimento di questo nodo non dovrebbe prescindere dalla preventiva soluzione delle questioni già oggetto del "Position Paper in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati *cash-settled*" dell'8 ottobre 2009 (di seguito il "Position Paper").

Nel *Position Paper*, infatti, si pongono le basi per una effettiva e concreta trasparenza delle partecipazioni, anche potenziali, in società quotate attraverso la proposta estensione della nozione di "partecipazioni potenziali" anche agli strumenti derivati *cash-settled* sottoscritti.

L'ampliamento della trasparenza sugli assetti proprietari (come proposto dalla Commissione nel *Position Paper*) potrebbe dunque essere ritenuto sufficiente, quantomeno in un primo momento, a prevenire forme elusive degli obblighi di opa mediante il ricorso a *equity derivatives* con caratteristiche *cash-settled*.

Tutto ciò, a nostro avviso, per due ordini di considerazioni.

Innanzitutto, l'effettiva conoscenza da parte del mercato dell'avvenuta assunzione di posizioni lunghe su strumenti derivati *cash settled* avrebbe inevitabili conseguenze e impatti sulla quotazione del titolo sottostante. Inoltre, una simile *disclosure* potrebbe ragionevolmente far sorgere una serie di attenzioni e cautele non solo da parte degli operatori del mercato, ma anche

da parte di Consob (quest'ultima potrebbe attivarsi richiedendo informazioni ai sensi dell'art. 115, comma 5, TUF che, come noto, consente all'*Authority* di richiedere informazioni, tra gli altri, ai "soggetti che detengono una partecipazione rilevante ai sensi dell'art. 120" TUF).

Ancora, l'effettiva conoscenza dell'avvenuta stipulazione di un contratto derivato (ancorché *cash-settled*) consentirebbe agli azionisti di minoranza (e a Consob) di monitorare con attenzione eventuali comportamenti "concertati" posti in essere tra i sottoscrittori del contratto derivato.

In conclusione, a nostro avviso, si potrebbe valutare di procedere in questa delicata materia per *step* successivi. Si potrebbe, in sostanza, testare in primo luogo i risultati, anche in relazione alla disciplina opa, di un'introduzione generalizzata degli obblighi di *disclosure* delle partecipazioni potenziali realizzate per il tramite di tutti gli strumenti derivati (come indicato nel *Position Paper*).

L'analisi dei risultati della nuova disciplina di trasparenza potrà costituire la premessa per decidere, in un secondo momento, se procedere all'estensione della nozione di partecipazione rilevante ai fini opa agli strumenti finanziari derivati che conferiscano una posizione lunga.

Fermo quanto sopra, con lo scopo di contribuire comunque alla consultazione, si provvederà di seguito a fornire le nostre considerazioni sui successivi quesiti in tema di strumenti finanziari derivati e obbligo di opa.

Q9) Quali sono le principali componenti di costo che andrebbero verificate per valutare l'opzione di intervento regolamentare delineata per gli strumenti finanziari derivati [cfr. Allegato 5]?

La modifica regolamentare proposta dalla Commissione comporterebbe verosimilmente costi legati all'implementazione da parte degli intermediari di apposite procedure informatiche per la rilevazione delle operazioni in tutti gli strumenti finanziari derivati, indipendentemente dalla natura *cash* o *physical* e dalla struttura simmetrica o asimmetrica di *payoff*.

Peraltro, l'imposizione di obblighi di comunicazione per le posizioni in derivati *physical-settled* (art. 116-terdecies, comma 1, lett. d1)) dovrebbe ragionevolmente aver già comportato lo sviluppo e l'implementazione di apposite procedure al riguardo.

Come segnalato in alcuni interventi nell'ambito del *Position Paper* relativo ai derivati e agli assetti proprietari, la presenza di procedure già implementate per la rilevazione delle partecipazioni in derivati *physical-settled* potrebbe agevolare l'estensione di dette procedure anche alle altre tipologie di derivati e ridurre i relativi costi.

Per una più compiuta disamina del tema, ed in particolare per una sommaria quantificazione dei relativi costi, sarà senz'altro utile riscontrare la posizione delle associazioni di categoria degli operatori del mercato, che potranno fornire informazioni più complete alla luce delle caratteristiche, in particolare sotto il profilo quantitativo, del mercato dei derivati.

Q10) Condividete l'estensione della fattispecie ex art. 105, comma 2, TUF a tutti i derivati includendo anche quelli con regolamento in contanti e quelli con struttura di payoff asimmetrica [art. 44-ter e cfr. Allegato 5]?

Qualora la Commissione confermasse l'opzione regolamentare delineata nel Documento di Consultazione (cfr. ancora la nostra risposta al quesito Q8), l'estensione della fattispecie ex art. 105, comma 2, TUF a tutte le tipologie di derivati costituirebbe a nostro avviso una scelta condivisibile.

È noto che i derivati con regolamento in contanti sono in linea di principio strumenti con funzione prettamente speculativa o di copertura e non sono preordinati all'acquisto o alla vendita di una determinata partecipazione sottostante. Il Documento di Consultazione sottolinea altresì come costituisca evidenza empirica che vi siano significativi incentivi economici per le parti a convertire tale tipologia di derivati in *physical-settled* con finale consegna fisica dei titoli sottostanti.

Tale circostanza è emersa anche nell'ambito del *Position Paper* e, coerentemente, l'orientamento espresso dalla Commissione in tale occasione era volto proprio a porre rimedio alla riscontrata asimmetria regolamentare tra le operazioni in derivati *physical-settled* e *cash-settled*.

Gli stessi soggetti intervenuti nella consultazione, ed in particolare anche coloro che hanno espresso posizioni critiche rispetto all'introduzione di obblighi di *disclosure* per le partecipazioni potenziali *cash-settled*, hanno sostanzialmente condiviso tale evidenza empirica.

Analoghe considerazioni possono poi essere svolte anche per i derivati con struttura di *payoff* asimmetrica, che hanno anch'essi dato concretamente prova di poter essere utilizzati con finalità acquisitive.

In un'ottica di semplificazione della normativa, da un lato, e di certezza delle regole, dall'altro lato, l'estensione delle partecipazioni rilevanti ai fini opa a tutte le posizioni lunghe su strumenti finanziari derivati dovrebbe a nostro avviso essere accolta con favore, qualora si seguisse la strada delineata dalla Commissione nel Documento di Consultazione.

Q11) Ritenete opportuno ipotizzare soluzioni ulteriori di estensione della fattispecie ex art. 105, comma 2, del TUF rispetto a quelle prospettate [art. 44-ter e cfr. Allegato 5]? Se sì, quali opzioni suggerite?

Qualora la Commissione decidesse comunque (cfr. risposta Q8) di estendere la nozione di partecipazione ai sensi dell'art. 105, comma 2, TUF come previsto nel Documento di Consultazione, non ci pare allo stato opportuno prevedere soluzioni ulteriori di estensione.

D'altra parte, l'opzione proposta dalla Commissione costituisce già di per sé la scelta a più significativo impatto regolamentare rispetto alle altre opzioni delineate nel Documento di Consultazione (vale a dire il non intervento, "opzione zero", ovvero il solo rafforzamento della trasparenza delle partecipazioni potenziali, soluzione quest'ultima che, allo stato, sarebbe a nostro avviso preferibile).

Q12) Ritenete opportuno il meccanismo proposto per il calcolo del prezzo dell'OPA in presenza di strumenti derivati [art. 44-ter, comma 7 e cfr. Allegato 5]?

Ferma restando la risposta fornita al precedente quesito Q8, la determinazione del prezzo dell'opa in caso di acquisti di strumenti finanziari derivati costituisce senz'altro uno degli aspetti più delicati dell'intera regolamentazione proposta.

In linea di principio, il prezzo dovrebbe essere determinato al momento della conclusione del contratto derivato che dovesse causare l'insorgere dell'obbligo di promuovere l'opa. Essendo possibile che talune componenti degli importi "corrisposti o ricevuti per l'acquisto della posizione lunga" (cfr. art. 44-ter) siano da calcolarsi sulla base di parametri non stabilizzati all'atto della sottoscrizione del contratto, ci sarebbe spazio per una determinazione non univoca del prezzo per azione nell'ambito dell'opa.

Anche per tale ragione, l'estensione ai derivati della nozione di partecipazione ai sensi dell'art. 105, comma 2, del TUF dovrebbe comunque essere, a nostro avviso, oggetto di ulteriori riflessioni e approfondimenti.

Q13) Ritenete corretto calcolare la posizione lunga facendo riferimento anche per le opzioni al nozionale ovvero ritenete preferibile ponderare le azioni opzionate per il delta [art. 44-ter e cfr. Allegato 5]?

Condividiamo la scelta di calcolare la posizione lunga facendo riferimento al nozionale invece che secondo il criterio del *delta adjustment*.

In effetti la ponderazione per il delta, per sua natura influenzato da numerose variabili finanziarie che lo portano a variare in intervalli di tempo anche molto ridotti, risulterebbe concretamente di difficile applicazione, sebbene in linea di principio potrebbe essere considerata più idonea a rappresentare l'esatta misura del sottostante.

L'opzione regolamentare proposta dalla Commissione e qui condivisa sarebbe inoltre coerente sia con quella già applicabile per il calcolo delle partecipazioni potenziali *physical-settled* (art. 116-terdecies, comma 1, lett. d1)), sia con quella proposta nel *Position Paper* ai fini del calcolo delle partecipazioni potenziali *cash-settled*.

D'altra parte, anche nel contesto della consultazione sul *Position Paper*, la scelta di escludere il *delta adjustment* a favore del nozionale è risultata ampiamente condivisa dai vari soggetti intervenuti.

Q14) Condividete l'esenzione per le posizioni lunghe derivanti da clausole di patti parasociali, in considerazione del contenuto e delle finalità [art. 44-ter, comma 2, lett. a)]? Se sì, con quali motivazioni?

Qualora uscisse confermata l'impostazione di estendere la nozione di partecipazione rilevante ai fini opa, condividiamo la previsione di opportune esenzioni per le posizioni lunghe derivanti da clausole di patti parasociali.

Riterremo peraltro opportuna una ulteriore riflessione in ordine alla proposta limitazione della rilevanza di dette clausole di patti parasociali in funzione del loro contenuto e della loro finalità.

Le opzioni *put* e *call* inserite in patti parasociali possono infatti perseguire finalità di acquisto di partecipazioni dilazionato nel tempo, senza che all'assunzione di una posizione lunga corrispondano necessariamente fenomeni di *undiscolsed stake building* (l'acquisto di azioni o strumenti finanziari che attribuiscono diritto di voto nelle società quotate sono soggetti ad autonomi e stringenti obblighi di informativa ex art. 122, comma 5, TUF) o di *empty voting* (fenomeno che pare più tipicamente riconducibile ai casi in cui la parte corta di uno strumento derivato è un intermediario finanziario).

Per esemplificare: due soci che congiuntamente vengano a detenere una partecipazione superiore al 30% e che non abbiano superato detta percentuale a seguito di acquisti effettuati negli ultimi dodici mesi, potrebbero stipulare un patto parasociale senza incorrere in obbligo di opa ai sensi dell'art. 109,

comma 2, TUF. Alla luce della nuova ipotesi regolamentare, invece, se detto patto parasociale contenesse clausole di *put* e *call* volte a consentire ad uno dei soci di entrare in possesso della partecipazione dell'altro alla scadenza del patto, parrebbe dover scattare immediatamente in capo alla parte lunga l'obbligo di opa.

Ci sembra in definitiva che la circoscrizione dell'esenzione in parola ai soli casi di opzioni per la risoluzione di stalli decisionali (*deadlock options*) e di inadempimento di clausole del patto (*default options*) possa comunque risultare eccessivamente limitativa e penalizzante per i soci che intendano stipulare accordi parasociali.

Q15) Condividete l'esenzione c.d. "client serving" [art. 44-ter, comma 2, lett. b)]? Se sì, con quali motivazioni?

Condividiamo la fattispecie di esenzione di cui all'art. 44-ter, comma 2, lett. b) per i derivati sottoscritti da intermediari professionali a fini di copertura di posizioni dei propri clienti.

In effetti, la *ratio* dell'introduzione delle prospettate modifiche regolamentari è quella di evitare l'utilizzo di *equity derivatives* con modalità preordinate all'acquisizione di una determinata partecipazione.

La *client serving exemption* pare allora opportuna proprio in quanto, in tali fattispecie, emergono tipicamente le finalità di copertura proprie degli strumenti finanziari derivati e, di conseguenza, paiono intrinsecamente da escludersi finalità traslative del sottostante.

Q16) Ritenete opportune esenzioni ulteriori rispetto a quelle previste dall'art. 44-ter, comma 2?

Uno dei plausibili effetti collaterali dell'introduzione della nuova disciplina può essere la contrazione dei volumi di negoziazione dei derivati *cash-settled*, che potrebbe andare a discapito anche dell'utilizzo di tali strumenti nell'ambito delle loro finalità più tipiche di speculazione o copertura.

Si potrebbe pertanto ipotizzare di strutturare un'apposita fattispecie di esenzione per i derivati *cash-settled* (o quantomeno in relazione a quelli con determinate caratteristiche) negoziati su mercati regolamentati, che per loro natura dovrebbero avere caratteristiche fondamentalmente standardizzate e speculative.

In questo modo, sempre qualora uscisse confermata l'impostazione di estendere la nozione di partecipazione rilevante ai fini opa come previsto nel Documento di Consultazione, rileverebbero ai fini della disciplina dell'opa, da un lato, tutte le posizioni lunghe assunte in relazione a strumenti derivati *physical-settled* e, dall'altro lato, le posizioni lunghe assunte con riguardo ai soli derivati *cash-settled* negoziati *over the counter*.

Il voto degli *independent shareholders* nelle esenzioni

Q17) Condividete la scelta di subordinare l'esenzione dall'obbligo di OPA in caso di operazioni di fusione o scissione al voto favorevole degli independent shareholders [art. 49, comma 1, lett. f) e cfr. Allegato 7]?

La riformulazione dell'art. 49 tiene conto dell'esperienza maturata dall'*Authority* negli ultimi anni e deve considerarsi, a nostro avviso, un deciso miglioramento di una parte di disciplina assai significativa.

In linea di principio, condividiamo l'idea di rimettere agli *independent shareholders* la valutazione in ordine alla rinuncia all'*exit* (come evidenziato nell'Allegato 7 al Documento di Consultazione, si tratta di rimettere la decisione nelle mani dei soggetti potenzialmente danneggiati dalla mancata promozione dell'opa).

Osserviamo tuttavia che il meccanismo potrebbe richiedere due integrazioni, in termini di informativa e in termini di procedura.

Quanto all'informativa, sarebbe auspicabile, considerata la rilevanza degli interessi in gioco, prevedere, da un lato, una apposita informativa circa la efficacia esimente dall'obbligo di opa di un'eventuale approvazione da parte della richiesta maggioranza di *independent shareholders* e, dall'altro lato, un

apposito parere sulle motivazioni alla base dell'operazione e rivolto agli azionisti da parte degli amministratori indipendenti. L'informativa potrebbe essere resa nell'ambito delle relazioni previste dall'art. 70, comma 2, Regolamento Emittenti.

Dal punto di vista della procedura, potrebbe essere a nostro avviso previsto un criterio di significatività del voto espresso dagli *independent shareholders* in assemblea: potrebbe essere opportuno prevedere che l'approvazione dell'operazione da parte degli *independent shareholders* abbia efficacia esimente dall'obbligo di opa solo qualora la quota di capitale sociale rappresentata dagli *independent shareholders* presente in assemblea sia superiore a una determinata soglia minima, non eccessivamente elevata.

Q18) Condividete la nuova previsione per l'applicazione dell'esenzione per operazioni dirette al salvataggio della società? Ritenete i casi di crisi accertata efficacemente individuati o quali diverse soluzioni ritenete preferibili? Concordate con la scelta, nelle altre situazioni, di subordinare l'esenzione all'approvazione degli independent shareholders [art. 49, comma 1, lett. b) e cfr. Allegato 7]?

Ci pare che la casistica individuata dal Documento di Consultazione possa considerarsi esaustiva e abbia indubbiamente il pregio di chiarire la nozione di crisi aziendale riconducendola a elementi più oggettivi.

Tuttavia, alla lettera b), n. 1, iv, potrebbe essere opportuno aggiungere anche il caso dell'impossibilità di esprimere un giudizio in relazione alla mancanza del presupposto della continuità aziendale.

Quanto al *whitewash* degli *independent shareholders*, richiameremmo, anche per questo caso di esenzione, la considerazione svolta alla precedente risposta Q17 circa l'opportunità della previsione di una soglia di capitale di significatività, ai fini dell'esenzione dall'obbligo di opa, in entrambe le ipotesi previste *sub i* e *ii* nel numero 2).

EFFICIENZA E TRASPARENZA DEL MERCATO DEL CONTROLLO SOCIETARIO

Interventi per favorire la dinamicità del mercato del controllo societario

Q19) Concordate con le modifiche al periodo di offerta e, in particolare, con la riduzione dei termini minimi delle offerte preventive [art. 40, comma 2]?

In linea di principio, la determinazione dei termini del periodo di offerta dovrebbe essere effettuata tenendo conto di opposte esigenze.

Da un canto, un periodo più esteso dà tempo agli azionisti di informarsi e determinarsi in relazione alla decisione di aderire all'opa. D'altro canto, un'eccessiva estensione rischia di immobilizzare troppo a lungo i capitali stanziati dall'offerente e soprattutto di creare eccessivo fermento all'interno della società *target*, aumentando il margine di imprevedibilità delle quotazioni. Inoltre, più viene prolungato il periodo di offerta, maggiore è la possibilità che siano proposte offerte pubbliche concorrenti rispetto a quella iniziale.

Nel Documento di Consultazione si propone di diminuire il termine minimo delle offerte preventive da 25 a 15 giorni di mercato aperto, in considerazione del possibile effetto scoraggiante che un termine minimo più ampio potrebbe avere sul lancio delle stesse; in effetti il rischio di potenziali offerte concorrenti potrebbe avere l'effetto indesiderato di disincentivare il primo scalatore a promuovere l'opa, con effetti negativi per il mercato del controllo societario.

Per contro, si potrebbe osservare che, mentre il primo offerente ha tutto il tempo di valutare e mettere a punto la propria strategia, gli ulteriori offerenti hanno tempi più limitati per proporre le offerte concorrenti.

In aggiunta a queste considerazioni, si dovrebbe poi tenere conto del fatto che la riduzione dei termini minimi può fungere da catalizzatore della *pressure to tender*.

Tale considerazione può assumere maggior rilevanza nelle ipotesi di offerte preventive totalitarie per il controllo (*takeover bids*), nelle quali la regolamentazione non prevede oggi rimedi specifici alla coazione a vendere

(su questo aspetto, cfr. anche le osservazioni *sub* Q5 e Q23). Sarebbe allora opportuno, in tali casi, non ridurre per esempio eccessivamente i tempi a disposizione degli amministratori dell'emittente per eventualmente adottare, laddove possibili e necessarie, misure difensive verso un'offerta non conveniente e strutturalmente coercitiva.

Per tali ragioni e considerando che, nella prassi, il periodo di adesione tende per lo più ad attestarsi sul termine minimo, a nostro avviso detto termine, per le offerte volontarie, potrebbe essere lasciato pari a venticinque giorni di mercato aperto.

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'onere di promuovere l'offerta concorrente a un prezzo superiore a quello dell'ultima offerta o rilancio, ovvero con rimozione di una condizione di efficacia della stessa, risponde a obiettivi di efficienza del mercato del controllo societario, in quanto favorisce la proposizione di offerte concorrenti.

La convenienza per gli azionisti oblati di un'offerta rispetto ad un'altra concorrente dipende, infatti, non solo dal prezzo e dalle condizioni di efficacia della stessa, ma anche, tra l'altro, dal quantitativo di azioni che l'offerente è disposto ad acquistare, dai programmi e prospettive future per l'emittente, nonché dalle qualità soggettive dell'offerente.

Anzi, con specifico riguardo al tema delle condizioni di efficacia di un'offerta, occorre considerare che, in alcuni casi, proprio l'eliminazione di una condizione di efficacia può rappresentare un peggioramento delle condizioni dell'opa per gli azionisti oblati. Si pensi, ad esempio, agli effetti negativi che, in termini di coazione a vendere, la sopravvenuta eliminazione di una condizione di efficacia, originariamente apposta a un'offerta e consistente nel raggiungimento della soglia di *sell out / freeze out*, potrebbe avere nel

contesto di un'opa "esterna" per il controllo (cfr. le considerazioni svolte *sub* Q.5.4 nella risposta al quesito Q5).

Peraltro, in conseguenza della descritta, opportuna liberalizzazione delle caratteristiche delle offerte concorrenti e al fine di consentire agli oblati una più agevole valutazione circa la convenienza di ciascuna offerta, si potrebbe valutare l'introduzione nel documento d'offerta (e/o nella comunicazione dell'offerta) di un apposito paragrafo nel quale vengano illustrate specificamente le caratteristiche migliorative dell'offerta.

Q21) Concordate con l'introduzione dell'obbligo per l'emittente che fornisca informazioni ad uno degli offerenti di comunicare le medesime informazioni a eventuali altri offerenti [art. 42, comma 5]?

Tale previsione è opportuna per coerenza con l'art. 104, comma 1, TUF ai sensi del quale la "mera ricerca" di un *white knight* non costituisce atto o operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta originaria. Per contro, fornire a uno degli offerenti maggiori o diverse informazioni concernenti l'emittente, potrebbe rappresentare una forma di misura difensiva.

Inoltre, l'introduzione di una simile *level playing field rule* tra offerenti concorrenti va accolta con favore in un'ottica di efficienza e trasparenza del mercato per il controllo societario.

Si osserva peraltro che, in presenza della liberalizzazione dei termini delle offerte concorrenti e con particolare riguardo al caso in cui la prima offerta sia lanciata da *insider*, non si possono escludere casi di strumentalizzazioni da parte di *competitor* interessati all'acquisizione di informazioni sulla *target*, ad esempio attraverso il lancio di un'offerta concorrente a un prezzo simbolico.

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]?

Q22.1. Con riguardo alla disciplina della riduzione del prezzo (artt. da 47-bis a 47-quinquies) svolgiamo le seguenti considerazioni.

Con riferimento al commento svolto dalla Commissione *sub* art. 47-*quater* alla pagina 69 della tavola sinottica delle proposte di modifiche regolamentari in merito alla riduzione del prezzo nei casi di manipolazione (secondo cui, nel caso in cui Consob nella propria istruttoria non pervenga alla precisa determinazione dei periodi ovvero dei giorni in cui la manipolazione ha avuto luogo, “*non potrà farsi luogo alla riduzione del prezzo di offerta stante la impossibilità di definire un prezzo sufficientemente attendibile*”), proporremo di recepire in maniera chiara ed espresa il relativo principio nella proposta di articolato. Inoltre parrebbe a nostro avviso opportuno specificare se il medesimo principio operi anche negli ulteriori casi contemplati dal Regolamento, in cui sia necessario individuare le sedute influenzate dagli eventi eccezionali ai fini della riduzione del prezzo, ovvero dalla manipolazione ai fini dell'aumento del prezzo.

Con riferimento all'art. 47-*quinquies*, comma 1, lett. *b*), potrebbe risultare utile un chiarimento in ordine alla *ratio* sottesa alla scelta di limitare le “operazioni di compravendita che avrebbero beneficiato di una delle esenzioni di cui al comma 5” (art. 106, comma 3, lett. *c*), n. 2, seconda parte, TUF) alle sole “operazioni di compravendita che avrebbero beneficiato della esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lettera *b*)” (art. 47-*quinquies*, comma 1, lett. *b*)) e non estenderla a ulteriori casi previsti dallo stesso art. 49.

Q22.2. Con riguardo alla disciplina dell'aumento del prezzo (artt. da 47-*sexies* a 47-*novies*) formuliamo le seguenti osservazioni.

In merito alla procedura per la determinazione in aumento del prezzo dell'offerta, occorrerebbe chiarire le ragioni che impongono una diversa tempistica per la deliberazione del provvedimento di aumento da parte di Consob (art. 47-*sexies*, comma 6, “entro la chiusura dell'offerta”) rispetto al

caso del provvedimento di riduzione (art. 47-bis, comma 4, “*entro i termini indicati dall’art. 102, comma 4, del Testo unico*”). In effetti, anche nelle ipotesi di aumento di cui agli artt. 47-septies, 47-octies e 47-novies potrebbe essere importante per gli oblati conoscere, tendenzialmente in anticipo rispetto all’inizio del periodo di adesione, il prezzo rettificato. In caso di rettifica in aumento, potrebbe essere non tempestivo un provvedimento deliberato a ridosso della chiusura dell’offerta, con riguardo alla posizione di quegli oblati che avesse ritenuto fino a quel momento di aderire per il prezzo troppo basso. In merito all’individuazione dei casi che richiedono la rettifica in aumento del prezzo dell’offerta, osserviamo infine come l’art. 106, comma 3, lett. d), TUF abbia previsto che Consob disciplini con regolamento le ipotesi in cui l’offerta sia promossa ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato dall’offerente, a condizione che “*ciò sia necessario per la tutela degli investitori*”. Nella proposta regolamentare della Commissione tale condizione non pare essere stata ribadita nella disciplina delle singole ipotesi di aumento descritte negli artt. 47-septies, 47-octies e 47-novies.

Al riguardo ci si chiede se il ricorrere della condizione sopra ricordata debba essere ogni volta oggetto di specifica verifica da parte della Commissione, per via del generale richiamo che l’art. 47-sexies, comma 1 effettua all’art. 106, comma 3, lett. d), TUF.

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

Condividiamo le scelte di fondo compiute dalla Commissione in sede di disciplina del prezzo di *sell out* e diritto di acquisto *ex artt. 50, 50-bis e 50-ter*. In particolare, ci pare senz’altro opportuna la limitazione dei casi in cui la Commissione è chiamata a compiere valutazioni, con conseguenti rischi di arbitraggio sul prezzo da parte degli operatori.

Infatti, salvo quanto si osserverà di seguito, l'incremento dei casi nei quali il prezzo di *sell out* e quello di *freeze out* risultano livellati al prezzo della precedente offerta totalitaria (cfr. art. 50, comma 3) potrebbe avere effetti apprezzabili in termini di mitigazione sia della *pressure to tender* sia del *free rider problem* nelle opa per il controllo.

Tuttavia, ci pare nel contempo utile segnalare, per quanto più specificamente concerne il prezzo al quale il *freeze out* ex art. 111 TUF può essere esercitato, come l'equiparazione di tale prezzo a quello della precedente opa – equiparazione già sancita per legge all'art. 108, comma 3, TUF (e a livello comunitario dall'art. 15, paragrafo 5, secondo periodo della Direttiva 2004/25/CE) – possa ritenersi soluzione regolamentare opportuna (in quanto va nella direzione di contrastare il *free rider problem*) a condizione che il sistema offra serie garanzie in ordine alla *fairness* (cfr. ancora l'art. 15, paragrafo 5 della Direttiva 2004/25/CE) del prezzo della precedente opa.

L'atto di fiducia che, all'art. 108, comma 3, TUF (che non poteva che essere fatto salvo nel comma 3 dell'art. 50 della proposta regolamentare della Commissione), il legislatore nazionale primario, su indicazione di quello comunitario, ha rivolto al mercato, considerando il prezzo della precedente offerta volontaria un prezzo *equo* per l'esclusione forzosa degli azionisti di minoranza, richiederebbe che venisse nel contempo posto rimedio alla attuale mancanza di presidi contro la *pressure to tender* nei casi di opa volontarie totalitarie per il controllo.

Da un lato, infatti, appare ragionevole che il prezzo della precedente opa possa essere considerato un valore equo per l'estromissione della minoranza residua post-offerta in quanto il mercato, nel caso previsto dall'art. 108 comma 3 TUF, avrebbe espresso su quel prezzo una larghissima approvazione (pari al 90% dei titoli destinatari dell'offerta). Dall'altro lato, tuttavia, occorrerebbe a nostro avviso che vi fosse a monte anche un'adeguata garanzia che il mercato, in occasione di quella precedente offerta, abbia funzionato senza rilevanti distorsioni.

Nelle offerte interne, tale corretto funzionamento risulterebbe presidiato da significativi strumenti di mitigazione della *pressure to tender*, siano essi rappresentati dal *second round requirement* (così come nel proposto testo di art. 40-*bis*) ovvero dal *voting requirement* (del quale si è trattato nel presente documento).

Allo stesso modo, allora, nelle offerte esterne per il controllo, si potrebbe valutare positivamente l'introduzione di quegli stessi strumenti (così come già segnalato *sub* Q3 e Q5).

È il legislatore primario, del resto, che, in virtù degli artt. 111, commi 1 e 2 e 108 comma 3, TUF, ha a suo tempo decretato che il *freeze out al medesimo prezzo dell'offerta precedente* sia esercitabile tanto a seguito di un'opa volontaria totalitaria "interna" finalizzata al *going private* quanto a seguito di un'opa volontaria totalitaria "esterna" per il controllo.

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 e cfr. Allegato 6]?

Concordiamo con l'individuazione dei casi di presunzione relativa di concerto individuati nella proposta regolamentare, con riferimento ai rapporti familiari e ai rapporti con consulenti finanziari.

Più problematico, a nostro avviso, può essere per alcuni profili il caso prospettato alla lettera c).

Premesso che si condivide l'impostazione della Commissione secondo cui "*il controllo su una società si realizza con il controllo dell'organo di gestione*" (cfr. Allegato 6 al Documento di Consultazione, pag. 11), segnaliamo che la soluzione prospettata nell'art. 44-*quater*, comma 1, lettera c) potrebbe scontrarsi con il rilievo che non è agevole, in una società con azionariato diffuso, stabilire *ex ante* se si sia in presenza di una lista di maggioranza o meno.

In relazione a società il cui statuto richieda necessariamente la presentazione di liste di candidati in numero pari a quello da eleggere, per esempio, potenzialmente ciascuna lista presentata potrebbe risultare “*di maggioranza*” nell’ipotesi di mancata partecipazione al voto da parte dell’azionista di controllo. Tale circostanza potrebbe anche disincentivare la presentazione di liste da parte di minoranze organizzate (cfr. anche la successiva risposta Q25).

Q25) Condividete i casi di cooperazione che non configurano di per sé un’azione di concerto [art. 44-quater, comma 2 e cfr. Allegato 6]?

Anzitutto condividiamo gli obiettivi che hanno indotto la Commissione, nel contesto dell’apposita delega *ex art. 101-bis, comma 4-ter, lett. b)*, TUF, a proporre l’introduzione di tale novità regolamentare.

In particolare, riteniamo che la specifica individuazione delle circostanziate fattispecie negative previste nella bozza di articolato (art. 44-quater, comma 2) risulterà senz’altro utile per escludere alcuni possibili dubbi interpretativi in ordine all’estensione della nozione di azione di concerto.

Gli specifici casi di presunzione di esclusione dell’azione di concerto individuati dalla Commissione risultano a nostro avviso idonei a raggiungere l’obiettivo di creare un quadro regolamentare favorevole a un maggiore coinvolgimento e coordinamento delle minoranze qualificate interessate a svolgere un ruolo attivo nella *governance* sociale.

Nel dettaglio, ci chiediamo tuttavia se la natura assoluta delle presunzioni contemplate dal comma 2 (in questo senso si esprime del resto l’Allegato 6 al Documento di Consultazione, pag. 12) possa considerarsi efficacemente tradotta, nella tecnica redazionale del comma in questione, con la previsione della locuzione “*di per sé*”, il cui significato letterale e portata normativa possono risultare incerti. Ci chiediamo se non sia più opportuno espungere tale locuzione dall’enunciato di apertura del comma 2 in esame.

Con riferimento ai singoli casi individuati dalla Commissione, osserviamo come la definizione di liste che “*siano programmaticamente preordinate alla*

elezione dei rappresentanti della minoranza” potrebbe dare adito a dubbi interpretativi.

Al riguardo, potrebbe risultare utile un qualche maggiore chiarimento e dettaglio a livello regolamentare.

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?

Ci pare che la casistica individuata dalla Commissione, sulla base della prassi applicativa, sia allo stato sufficientemente ampia.

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 due 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?

La soluzione regolamentare proposta dall’art. 44-bis, comma 1, in tema di scomputo delle azioni proprie dal capitale sociale su cui procedere al calcolo delle partecipazioni rilevanti ai fini dell’opa obbligatoria è in linea con la consolidata interpretazione più volte espressa dalla Commissione sul punto e deve essere senz’altro condivisa.

Quanto alle ipotesi di eccezione di cui al comma 2, tra le due alternative proposte dalla Commissione è a nostro avviso preferibile la “*IPOTESI I*”.

Come segnalato nel Documento di Consultazione, in tale ipotesi il beneficio dell’esonero da opa finisce, secondo noi opportunamente, per riguardare in modo selettivo i soli azionisti che, non detenendo il controllo della società, non hanno influito sulla decisione di acquistare le azioni proprie.

Per tale sua maggior precisione, consideriamo preferibile l’“*IPOTESI I*”, pur condividendo le considerazioni espresse dalla Commissione in ordine alla necessità di una non sempre agevole verifica circa la sussistenza o meno del

rapporto di controllo tra l'emittente il soggetto che, a seguito degli acquisti di azioni proprie da parte dell'emittente medesimo, risulterebbe tenuto al lancio dell'opa.

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

Q28) Concordate con le previsioni in materia di adempimenti in caso di offerte transfrontaliere? In particolare, condividete la scelta di limitare i casi in cui trova applicazione l'obbligo di traduzione integrale in lingua italiana della documentazione dell'offerta [artt. 38-bis e 38-ter]?

Con riferimento alle previsioni in materia di offerte transfrontaliere, si condividono, in generale, gli adempimenti imposti dagli artt. 38-bis e 38-ter e i criteri di equivalenza individuati per i documenti approvati da autorità di vigilanza di Stati extracomunitari.

Tuttavia, per meglio perseguire gli obiettivi di rafforzamento della tutela degli azionisti oblati e pur se in controtendenza rispetto ad altre previsioni del Regolamento Emittenti, in particolare relative al regime linguistico delle offerte al pubblico di sottoscrizione e vendita, proporremo di prevedere la traduzione integrale del documento d'offerta e del comunicato dell'emittente anche qualora gli stessi fossero redatti in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale. In tal modo verrebbero soddisfatte nel massimo grado possibile le esigenze di completezza e comprensione dell'informazione ricevuta, anche in capo a tipologie non sofisticate di oblati. Non pare poi che tale obbligo possa costituire un adempimento particolarmente oneroso per l'offerente da imporre l'eliminazione.

Proporremo altresì di esaminare, eventualmente, la possibilità di mutuare dalle procedure di cui all'art. 11, comma 1, del Regolamento Emittenti, con gli opportuni adattamenti, la previsione relativa al tipo di documenti da allegare al documento d'offerta e al comunicato dell'emittente, con particolare

riferimento all'obbligo in capo all'offerente di dichiarare l'assunzione di responsabilità della traduzione.

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?

Valutiamo anzitutto positivamente la possibilità di disapplicare selettivamente le norme previste in materia di opa.

In ordine agli ulteriori commi dell'art. 35-ter, relativi alle offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto titoli di debito svolte contestualmente in più Stati membri dell'Unione europea, rileviamo che tali previsioni sono mutate dalla vigente formulazione dell'art. 37 del Regolamento Emittenti.

Condividiamo la modifica apportata alla lett. e) del comma 2 (attualmente lett. e) dell'art. 37, comma 1-ter, Regolamento Emittenti), che richiede l'indicazione, oltre che degli elementi essenziali relativi all'emissione degli strumenti finanziari offerti in scambio, anche delle informazioni relative al rapporto di scambio.

Per quanto riguarda il regime linguistico di cui al comma 4, si richiamano le considerazioni già svolte nella precedente risposta Q28.

Riteniamo infine auspicabile che venga in futuro previsto uno schema-tipo *ad hoc* per le offerte in esame.

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

Riteniamo condivisibili le ipotesi di inapplicabilità della disciplina opa per le offerte aventi a oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli individuate dall'art. 35-bis, per analogia e coerenza con le ipotesi previste dall'art. 100 TUF e dalle relative norme secondarie contenute nell'art. 34-ter del Regolamento Emittenti relative alle esenzioni dagli obblighi e dalle

disposizioni concernenti le offerte pubbliche di sottoscrizione e di vendita (Parte IV, Titolo II, Capo I, TUF).

RIDUZIONE DEI COSTI DI COMPLIANCE PER GLI OFFERENTI

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

La precisazione e standardizzazione del contenuto della comunicazione prevista all'art. 37 è da valutarsi positivamente rispetto alla vigente formulazione sintetica dell'art. 37, comma 5 del Regolamento Emittenti relativa al comunicato al mercato. In effetti la nuova disposizione obbliga l'offerente a una dettagliata sintesi preliminare al momento della comunicazione dell'offerta.

Inoltre, anche la predisposizione del documento di offerta, da trasmettere alla Consob nei venti giorni successivi, potrà risultare agevolata dalle indicazioni del nuovo "schema-tipo" di cui all'Allegato 2 che riflette le casistiche osservate in numerosi anni di prassi operativa.

Entrambe le previsioni paiono favorire gli obiettivi di trasparenza informativa, facilitando la valutazione delle offerte da parte degli azionisti oblati e rendendo più agile il procedimento di controllo dell'informazione da parte di Consob.

Con riferimento alla proposta di abrogazione delle disposizioni relative alla valutazione della completezza della comunicazione d'offerta (attuali commi 3 e 4 dell'art. 37 Regolamento Emittenti), ci si chiede se non sia opportuno prevedere comunque un *iter* (con i relativi effetti) per l'integrazione della comunicazione.

Q32) Concordate con le novità in tema di costituzione delle garanzie per adempiere al pagamento del corrispettivo dell'offerta [art. 37-bis]?

Come evidenziato nel Documento di Consultazione, le novità in tema di costituzione delle garanzie per l'adempimento del pagamento del corrispettivo

sono conseguenza di quanto stabilito all'art. 3, comma 1, lett. e) della Direttiva 2004/25/CE, ai sensi del quale l'offerente può *“annunciare un'offerta solo dopo essersi messo in condizione di poter far fronte pienamente ad ogni impegno di pagamento del corrispettivo in contanti, se questo è stato offerto, e dopo aver adottato tutte le misure ragionevoli per assicurare il soddisfacimento degli impegni relativi a corrispettivi di altra natura”*.

Il nuovo art. 37-bis vuole in effetti contemperare le esigenze di adeguamento a tale previsione comunitaria con quelle di contenimento degli oneri finanziari a carico dell'offerente, tenuto conto dell'allungamento del periodo intercorrente tra la comunicazione ex art. 102 TUF e la data di approvazione del periodo di offerta.

Si segnala tuttavia per completezza che l'obbligo di inviare alla Consob, contestualmente alla comunicazione di cui all'art. 37, la dichiarazione rilasciata dal soggetto abilitato, attestante che l'offerente è in grado di far fronte pienamente al pagamento del corrispettivo dell'offerta, potrebbe in alcuni casi comportare un rischio di circolazione di fatto, all'interno della comunità finanziaria, delle informazioni riguardanti l'opa, ben prima che sia resa nota la comunicazione di cui all'art. 102 TUF. L'offerente, infatti, deve attivarsi necessariamente in anticipo rispetto alla suddetta comunicazione al fine di garantirsi la disponibilità di un'attestazione di cui all'art. 37-bis. Nel passato, il semplice impegno a costituire le garanzie non generava tale problema, ma tale soluzione fin qui adottata dal Regolamento Emittenti non è più utilizzabile alla luce delle previsioni della Direttiva.

Ci si chiede se sul punto non possa essere opportuna un'ulteriore valutazione di contemperamento delle opposte esigenze sopra descritte.

Q33) Condividete le modifiche al regime di pubblicità di documento d'offerta, comunicato e successivi avvisi [artt. 36 e 38]? Ritenete gli

adempimenti richiesti efficaci nell'assicurare agli investitori un facile accesso alle informazioni? Se no, quali diverse soluzioni ritenete preferibili?

Le modifiche apportate al regime di pubblicità sono condivisibili e consentono un sostanziale allineamento alle soluzioni, già positivamente accolte dal mercato e dagli intermediari, in tema di offerte pubbliche di vendita e di sottoscrizione. L'accesso all'informativa da parte degli investitori appare complessivamente agevole. Nel Documento di Consultazione, *sub* art. 38, si motiva la semplificazione del regime di pubblicità del documento di offerta precisando che si è fatto espresso riferimento alle modalità di messa a disposizione del pubblico usualmente utilizzate nella prassi. In tale ottica e al fine di rafforzare ulteriormente la facilità di accesso alle informazioni da parte degli investitori, la disciplina potrebbe essere integrata con l'obbligo di deposito del documento in forma stampata e gratuitamente presso la sede legale dell'emittente e dell'offerente, con ciò allineandosi anche alle disposizioni previste dall'art. 9, comma 1, Regolamento Emittenti.

* * * *

Milano, 15 novembre 2010

Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati