

CDN/AV

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

Osservazioni al secondo documento di consultazione “Modifiche al Regolamento Emittenti in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio” del 18 febbraio 2011.

Il 18 febbraio scorso la Consob ha pubblicato un secondo documento di consultazione (di seguito “Documento”) su possibili modifiche al regolamento Emittenti in materia di opa. Le modifiche regolamentari sono principalmente finalizzate a dare attuazione alla direttiva europea (2004/25/CE), recepita in Italia con il decreto legislativo 229/2007. Una prima bozza di regolamento era già stata posta in consultazione nel novembre 2010.

Il Documento propone alcune modifiche alle proposte contenute nel primo documento di consultazione per tenere conto delle risposte ricevute, ma ne conferma l'impostazione di fondo.

Condividiamo pienamente gli obiettivi della regolamentazione, ma, come avevamo già espresso in occasione della prima consultazione, abbiamo alcune riserve di carattere generale sull'impianto regolamentare proposto. Riteniamo infatti che molte delle soluzioni proposte, seppur ora mitigate in alcuni aspetti operativi, perseguano l'obiettivo di disciplinare *ex ante* tutti i possibili casi di patologia del sistema, provocando però un eccessivo irrigidimento dell'impianto normativo. Sarebbe invece preferibile restituire un ruolo centrale all'*enforcement*, valorizzando i poteri discrezionali e di vigilanza già conferiti all'Autorità.

Osserviamo ancora come molte regole proposte siano in realtà estranee e supplementari non solo rispetto alle disposizioni della direttiva comunitaria ma anche alle soluzioni seguite negli altri ordinamenti, come ben descritto dalla stessa Consob nel primo documento di consultazione. Un eccesso di regolamentazione rischia allora di generare uno svantaggio competitivo per il mercato italiano nei confronti delle altre piazze finanziarie europee.

Da un punto di vista metodologico, sarebbe, inoltre, opportuno che le comunicazioni della Consob in materia di OPA, ancora vigenti alla luce della nuova disciplina, fossero accorpate in un'unica comunicazione “testo unico”, sul modello di quanto già fatto dalla Consob nel 2003 e nel 2006, con la Comunicazione testo unico in materia di informativa continua. La comunicazione dovrebbe essere posta in consultazione in modo tale da essere emanata, anche in lingua inglese, contestualmente al nuovo regolamento, e non successivamente come indicato nel Documento di consultazione. La delibera di approvazione del regolamento dovrebbe comunque esplicitare le comunicazioni abrogate.

Di seguito riportiamo le nostre osservazioni di dettaglio con riferimento alle principali proposte in materia di: rilevanza dei derivati nel calcolo delle soglie; comunicato dell'emittente e parere degli amministratori indipendenti; riapertura dei termini dell'offerta; azioni proprie; azione di concerto; regime transitorio. Rimandiamo alla nostra risposta al precedente documento per le altre tematiche.

Rilevanza degli strumenti finanziari derivati nel calcolo delle soglie

Il Documento conferma la scelta di attribuire rilevanza ai derivati che conferiscono posizione lunga ai fini del calcolo delle soglie per l'obbligo di opa, anche se, rispetto alla precedente consultazione, sono previste nuove esenzioni.

Condividiamo la preoccupazione, manifestata dall'autorità di vigilanza, circa l'utilizzo di strumenti finanziari derivati con finalità sostanzialmente elusive della disciplina dell'opa, come si è verificato in alcuni casi nei quali la costruzione di posizioni lunghe in derivati hanno consentito di raggiungere effetti sostanzialmente analoghi a quello dell'acquisto di un pacchetto rilevante di azioni. Rimandando alla nostra risposta alla prima consultazione, riteniamo che la risposta regolamentare debba trovare un punto di equilibrio intorno alla rilevanza ai fini della soglia OPA della sola disponibilità dei titoli. L'impianto normativo vigente attribuisce all'autorità ampi poteri di informazione e indagine che già le consentono di vigilare e sanzionare i comportamenti elusivi; a questo proposito, osserviamo anche che la definizione di persone che agiscono di concerto, introdotta nel 2007 in attuazione della direttiva europea, risulta sufficientemente ampia ed elastica da consentire all'autorità di attribuire un'autonoma rilevanza ai comportamenti concertati, anche al di fuori della prova dell'esistenza di un accordo parasociale.

In materia di trasparenza dei derivati *cash-settled*, è opportuno che le soluzioni adottate siano il più possibile in linea con gli standard europei.

Comunicato dell'emittente e parere degli amministratori indipendenti

Ribadiamo le nostre perplessità in merito alla previsione di un parere degli amministratori indipendenti in caso di opa promosse da cd. *insiders* (tipicamente opa finalizzate al *delisting*).

Le proposte contenute nel secondo documento di consultazione razionalizzano la previsione e inseriscono il parere in un iter procedurale che si conclude con la valutazione dell'offerta da parte del consiglio d'amministrazione della società bersaglio. Osserviamo però che già oggi il comunicato dell'emittente può dar conto dei nominativi di amministratori eventualmente dissenzienti, fornendo così al mercato un'informativa completa e trasparente del processo decisionale dell'organo amministrativo. La funzione informativa del comunicato viene ulteriormente rafforzata dalle proposte della Consob volte a rendere obbligatoria l'indicazione dell'eventuale dissenso. Il parere degli amministratori indipendenti non sembra quindi aggiungere nulla all'informativa che il mercato già riceve.

Riapertura dei termini dell'offerta

Il Documento mantiene la previsione della riapertura dei termini per l'adesione in caso di successo di un'offerta promossa da cd. *insiders*. Introduce però la previsione di un'alternativa alla riapertura dei termini nel caso in cui (i) l'offerente subordini l'efficacia dell'offerta all'approvazione dei destinatari della stessa, che deve essere formulata compilando un'apposita sezione della scheda di adesione; (ii) l'offerta venga approvata dalla maggioranza degli investitori aderenti. La previsione di un "*referendum*" sull'approvazione dell'offerta è senz'altro preferibile alla riapertura dei termini *tout court*, anche se il procedimento appare macchinoso.

Azioni proprie

Riteniamo che non sia opportuna un'alterazione generalizzata in via regolamentare della soglia opa a seguito del possesso di azioni proprie da parte della società; tale fattispecie non è contemplata peraltro dalla disciplina comunitaria né risulta essere presente in altri ordinamenti. Più

proporzionato ed efficace sarebbe un intervento dell'autorità in sede di vigilanza a fronte di fenomeni elusivi.

Azione di concerto

Apprezziamo la scelta di eliminare la presunzione relativa di concerto nei casi di presentazione di una lista volta a eleggere la maggioranza degli organi sociali, in linea con quanto avevamo suggerito in sede di prima consultazione.

Rispetto alla previsione di una presunzione relativa di concerto con riferimento ai rapporti familiari ribadiamo che sarebbe preferibile una definizione dei rapporti rilevanti in linea con quella utilizzata nel regolamento sulle operazioni con parti correlate.

Riteniamo opportuno prevedere una specifica presunzione relativa di concerto con riferimento all'ipotesi di applicazioni cumulative di più linee di concerto, prevista dall'art. 109, comma 3 Tuf. Una previsione regolamentare in tal senso, consentirebbe di attenuare le rigidità che discendono dalla disciplina attuale.

Regime transitorio

In sede di risposta al primo documento di consultazione avevamo fatto presente la necessità di chiarire le modalità applicative delle nuove fattispecie di "concerto" o di calcolo degli strumenti derivati (incluse le *stock option*) alle operazioni o situazioni in essere, richiamando l'opportunità di escludere espressamente qualsiasi effetto retroattivo. La previsione dell'applicazione della nuova disciplina alle offerte per le quali la comunicazione *ex art. 102 Tuf* o per le quali l'acquisto determinante il superamento della soglia rilevante ai fini dell'obbligo di opa sono effettuati dopo il periodo di *vacatio legis* sembra rispondere a questa esigenza. Si condivide dunque la previsione di un regime transitorio, introdotta nel Documento. Riteniamo tuttavia preferibile indicare espressamente che le disposizioni non hanno efficacia retroattiva rispetto alle situazioni in essere al momento dell'entrata in vigore.

Roma, 11 marzo 2011