

**Revisione del Titolo II, Parte II, del Regolamento Emittenti  
Consob, in recepimento della Direttiva 2004/25/CE in materia di  
Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio**

**PROF. Marco Bigelli**

*E-mail: marco.bigelli@unibo.it*

Bologna, 27 Febbraio 2011

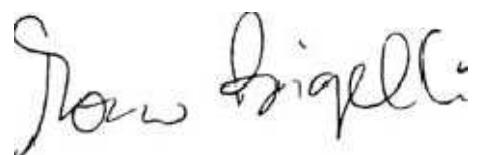
Spettabile **CONSOB**  
**Divisione Studi Giuridici**  
**Via G. B. Martini, n. 3**  
**00198 ROMA**

Egregi signori,

il sottoscritto si pregia di trasmettere le proprie osservazioni in merito alle proposte di modifica del Regolamento emittenti relative al secondo giro di consultazioni e autorizza a rendere pubblico il presente documento.

Cordiali Saluti

Prof. Marco Bigelli



## PREMESSA

Il presente documento riporta alcuni commenti e proposte di modifiche relativi solamente ad alcuni articoli del nuovo testo regolamentare proposto, e, nello specifico, ai seguenti articoli:

- **Art. 39 bis**
- **Art. 40-bis**
- **Art. 41**

## ARTICOLO 39 bis (Parere degli amministratori indipendenti)

Ad avviso dello scrivente, il parere sull'offerta da parte degli amministratori indipendenti non raggiunge l'obiettivo preposto di avere un parere veramente indipendente rispetto ai soggetti in conflitto di interesse, in quanto tali amministratori sono generalmente proposti e nominati dallo stesso soggetto di controllo che ha lanciato l'offerta "interna" di acquisto sulla società avvalendosi delle superiorità informative in suo possesso. Il parere dovrebbe essere espresso da soggetti maggiormente indipendenti dall'offerente o, preferibilmente, con interessi contrapposti.

Sarebbe quindi preferibile il parere di un esperto esterno, ora previsto solo come eventuale se gli amministratori indipendenti decidono di avvalersi del medesimo.

L'esperto dovrebbe essere diverso da quello scelto dal *board* e quindi scelto da soggetti che si presuppone siano in conflitto di interesse in quanto espressione del soggetto offerente. Se, infatti, l'esperto coincidesse con quello scelto dal *board*, non si ravvisa l'utilità di far gravare sulla società il costo di due pareri (il primo richiesto dal *board* e il secondo dagli amministratori indipendenti), visto che tali pareri devono necessariamente coincidere, essendo redatti dallo stesso esperto in relazione alla medesima operazione.

Se si volesse ricercare l'espressione del parere di azionisti con interessi contrapposti a quello dell'offerente, e quindi rappresentativi degli interessi degli azionisti di minoranza, allora andrebbe forse cercato il parere dell'amministratore eletto in rappresentanza delle minoranze azionarie o, cosa più difficile da realizzare, del primo azionista della società oggetto dell'offerta non collegato in alcun modo con l'offerente, o di una associazione che rappresenti in qualche modo gli azionisti istituzionali o quelli di minoranza (Assogestioni, ad esempio). Da un'analisi empirica (ancora non conclusa) su un decennio di OPA finalizzate al delisting e lanciate dall'azionista di maggioranza, la probabilità che un'OPA finalizzata al *delisting* non riesca pienamente (ovvero il capitale finale raggiunto non raggiunga la soglia per il *sell-out*, ovvero il 90%), aumenta significativamente quando è presente un investitore istituzionale avente una partecipazione rilevante (superiore al 2%) nella società oggetto dell'offerta, il quale spesso decide di non aderire all'OPA ritenendo il prezzo offerto inadeguato.

## ARTICOLO 40 bis (Riapertura dei termini dell'offerta)

Ad avviso del sottoscritto il *wording* dell'articolo non soddisfa nel comma 1 b) le finalità che lo hanno ispirato e che sono state correttamente illustrate nell'allegato 4 del primo giro di consultazione. Nello specifico:

- non si evince che devono essere soddisfatti entrambi i requisiti enunciati nel punto 1 (aver superato determinate soglie di partecipazione) e nel punto 2 (aver acquistato almeno la metà dei titoli), sebbene dalla nota 18 dell'allegato 4 si deduce che entrambi dovrebbero essere soddisfatti nell'intenzione del regolatore;
- la prima soglia da superare indicata nel punto 1 della lettera b) dell'art. 40-bis deve essere riferita non al capitale sociale ma alla metà dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria (come nelle finalità indicate a pag 13 dell'allegato 4); le finalità perseguite, infatti, sono quelle di far scattare la riapertura dell'offerta allorquando l'azionista di controllo, in possesso di una partecipazione già superiore al 30% dei diritti di voto, superi il 50% dei diritti di voto dell'assemblea ordinaria, raggiungendo il controllo di diritto della società. Allorquando tale soglia fosse riferita al capitale sociale, allora includerebbe tutte le categorie di azioni e scatterebbe persino se tale soglia venisse superata grazie all'acquisto di azioni di risparmio, pur rimanendo la quota di azioni ordinarie possedute ben al di sotto del 50%. Non solo, se riferito al capitale sociale, scatterebbe anche in caso di OPA sulle Popolari, dove il possesso del capitale sociale non impatta sulla quota dei diritti di voto esercitabili e quindi sul cambiamento della natura del controllo della società.
- Similarmente, la seconda soglia, ovvero il superamento dei due terzi, non dovrebbe essere riferita al capitale sociale, ma ai diritti di voto esercitabili nell'assemblea straordinaria, in quanto tale soglia rappresenta la soglia per individuare il controllo matematico dell'assemblea straordinaria, come nelle intenzioni indicate a pag 13 dell'allegato 14. Il riferimento deve essere pertanto ai diritti di voto esercitabili nella specifica assemblea in quanto diverse categorie di azioni (ordinarie e privilegiate) o di strumenti finanziari possono concorrere al raggiungimento del quorum per il controllo dell'assemblea straordinaria.

In relazione sempre all'art. 40-bis, si segnala che anche nel punto a), in relazione alla condizione relativa all'acquisizione di una percentuale determinata del capitale sociale, il riferimento al "capitale sociale" andrebbe probabilmente sostituito con il riferimento "alle azioni con diritto di voto".

Si segnala inoltre che la *pressure to tender* potrebbe essere generata non solo dalle fattispecie individuate ma anche dalla minaccia di fusione con il veicolo non quotato, che potrebbe essere effettuata con un rapporto di cambio sfavorevole alla società quotata e in cui l'esercizio del

diritto di recesso potrebbe avvenire solo a prezzi inferiori a quello offerto in OPA (che incorpora solitamente un premio rispetto ai prezzi di borsa dei sei mesi precedenti).

Ad avviso del sottoscritto, la *pressure to tender* rimarrebbe alquanto elevata nei confronti degli investitori *retail*, tipicamente con scarse conoscenze finanziarie, i quali, probabilmente ignorerebbero il funzionamento del meccanismo di riapertura dell'offerta o le sue implicazioni. Questi potrebbero invece continuare a subire una rilevante *pressure to tender* tramite gli annunci stampa e gli inviti pubblicitari ad offrire le azioni che vengono appositamente studiati per far sembrare l'offerta conveniente e "spaventare" gli azionisti *retail*. In una recente OPA finalizzata a un delisting, il testo di un inserto pubblicitario pubblicato su Il Sole 24 Ore, riportava infatti, in grassetto: "A conclusione dell'OPA, il titolo XXX è destinato a non essere più quotato: chi non aderisce all'OPA potrebbe quindi in futuro rimanere titolare di una partecipazione in una società non quotata, che pertanto risulterebbe di difficile liquidabilità" (si veda l'allegato 1)<sup>1</sup>.

In assenza di un intervento regolamentare anche su questo fronte, gli interventi proposti potrebbero attenuare la *pressure to tender* esercitata nei confronti di investitori istituzionali, ma la lascerebbero probabilmente inalterata verso la maggior parte degli investitori *retail*.

## **Art. 41 (norme di trasparenza)**

Per quanto riguarda le norme di trasparenza in relazione all'intenzione dell'offerente di vendere titoli oggetto dell'offerta, si ritiene che vi siano due situazioni distinte. La protezione informativa prevista può essere utile in caso di offerte condizionate o con pagamento non interamente in contanti. La vendita dei titoli oggetto dell'offerta durante il periodo di offerta potrebbe consentire a far sembrare l'operazione conveniente spingendo il titolo su valori inferiori al prezzo offerto, valore che dipende anche dalla probabilità di realizzazione della condizione e/o dalla stima del valore degli strumenti offerti nell'OPAS.

Nel caso invece di un'OPA non condizionata e con pagamento integralmente in contanti e lanciata da un offerente avente già il controllo della società (ovvero più del 30% dei diritti di voto) e che quindi farebbe escludere la possibilità di un rilancio da parte di un secondo offerente, qualunque vendita sul mercato da parte dell'offerente avrebbe solo il positivo effetto di aumentare la liquidità del titolo, in quanto essendo il prezzo *cash* non condizionato, un prezzo di borsa inferiore al valore attuale del prezzo che verrà corrisposto in OPA non potrebbe realizzarsi perché altrimenti si creerebbero condizioni di arbitraggio.

La possibilità di influenzare gli azionisti di minoranza di aderire all'OPA potrebbe invece dipendere dalla possibilità di vendere azioni a ridosso del lancio della stessa, o di rilancio del prezzo dell'OPA, al fine di far sembrare il prezzo offerto o il rilancio offerto elevato rispetto all'ultimo prezzo di riferimento (come avvenne da parte di Olivetti in occasione del rilancio del prezzo nell'OPA a Telecom).

---

<sup>1</sup> Il delisting della società in esame non è infine riuscito (soglia del 90% non raggiunta) a causa della mancata adesione del secondo azionista, un fondo istituzionale che possedeva una partecipazione rilevante (7.7% stando al Sole 24 Ore del 21 Luglio 2010, pag 32).

