



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 di Confindustria al secondo documento di consultazione

Premessa

Il secondo documento di consultazione sulla revisione della regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio introduce diversi correttivi alle proposte di modifica del Regolamento Emittenti sottoposte al confronto col mercato nello scorso mese di ottobre. Sono state recepite anche alcune delle osservazioni formulate da Confindustria in risposta alla prima consultazione pubblica e l'impostazione dell'intervento è complessivamente migliorata.

Permangono tuttavia delle criticità, perlopiù riconducibili alla scelta di confermare i principi di fondo che ispirano alcune delle norme in commento. Il riferimento è, anzitutto, alla preferenza accordata all'intervento delle minoranze azionarie rispetto all'esercizio dei poteri discrezionali della Commissione, con il rischio di un irrigidimento dell'assetto regolamentare a scapito della flessibilità operativa degli emittenti. A ciò si aggiunge, ma i due profili sono tra loro strettamente connessi se non consequenziali, il concreto rischio che molte delle soluzioni proposte finiscano per sbilanciare la regolamentazione nella direzione della tutela degli investitori, a danno dell'efficienza del mercato del controllo e dei capitali.

A tal proposito, si ribadisce in questa sede quanto già sostenuto nelle osservazioni al primo documento di consultazione, vale a dire l'importanza di un equilibrato contemperamento tra i due principi appena richiamati nell'ambito della disciplina OPA. L'assunto è particolarmente rilevante, specie alla luce dell'esigenza, da più parti avvertita come prioritaria, di non frapporre ulteriori ostacoli al ricambio negli assetti di controllo degli emittenti e, ancor prima, creare le condizioni favorevoli, anche sul piano regolamentare, per un incremento del numero di società che scelgono di accedere alla quotazione in borsa.

Le osservazioni che seguono, formulate in risposta al questionario allegato alla consultazione, si soffermano quindi sui profili di disciplina ritenuti ancora maggiormente problematici, nonostante i correttivi introdotti dalla Consob, rinviando per le restanti parti ai rilievi contenuti nella risposta di Confindustria alla precedente consultazione.

Risposte al questionario allegato alla consultazione

Q4) Concordate con la modifica della previsione del parere degli amministratori indipendenti, nel caso di offerte promosse da soggetti insider, volta a coordinare tale parere con la valutazione dell'offerta svolta dall'organo di amministrazione dell'emittente (art. 39-bis)?

La modifica proposta, che consente di evitare la pubblicazione di un parere *ad hoc* degli amministratori indipendenti, nelle offerte promosse da soggetti *insider*, laddove il comunicato dell'emittente recepisca integralmente i contenuti di tale parere, introduce un elemento di flessibilità rispetto alla precedente versione della norma, ma non risolve le perplessità già rilevate nella risposta alla prima consultazione.

Si ribadisce quanto già affermato in quella sede, vale a dire che l'obiettivo di minimizzare il rischio di una valutazione del *board* dell'emittente "condizionata" dai legami esistenti tra i componenti dell'organo amministrativo e l'offerente, non dovrebbe necessariamente condurre alla previsione di un separato parere da parte degli indipendenti. Infatti, le norme poste in consultazione in tema di comunicato dell'emittente (in particolare, l'art. 39, co. 1, lett. c), RE) consentono già a questi amministratori di rendere pubblici il proprio dissenso, e le relative motivazioni, manifestati nella seduta dell'organo amministrativo che ha ad oggetto la valutazione dell'offerta. Pertanto, un ulteriore parere di tali amministratori non arrecherebbe alcun beneficio aggiuntivo sul piano informativo, risolvendosi in una duplicazione di carattere più formale che sostanziale.

D'altra parte, il correttivo proposto non risolve queste criticità, anzitutto perché non fa venir meno il presupposto della nuova disposizione, vale a dire che un parere separato degli indipendenti debba comunque essere redatto. Inoltre, e soprattutto, la possibilità di evitare la pubblicazione di questo documento separato solo qualora il comunicato dell'emittente ne recepisca integralmente i contenuti, costituisce un'opzione percorribile solo a condizione di una significativa limitazione delle prerogative dell'organo consiliare e della collegialità delle relative decisioni. In altre parole, l'assunto per cui l'organo amministrativo debba recepire in modo integrale il parere degli indipendenti (o meglio, degli *advisor* a tal fine nominati) delinea una prospettiva che, in sé, non è condivisibile.

Per queste ragioni, si rinnova la richiesta di eliminare la previsione di un parere *ad hoc* da parte degli amministratori indipendenti nelle offerte promosse da soggetti *insider*.

Q5) Condividete la nuova previsione che esclude l'obbligo di riapertura dei termini nel caso l'offerente condizioni l'efficacia dell'offerta all'approvazione della maggioranza degli aderenti (art. 40-bis, co. 3, lett. d)? Ritenete la nuova norma efficace nella correzione della pressure to tender?

Le problematiche già rilevate in merito all'obbligo di riapertura dei termini delle offerte promosse da soggetti *insider* sono state ampiamente illustrate nella risposta alla precedente consultazione, cui pertanto si rimanda.

Sebbene si comprendano le ragioni che possono giustificare, in specifici casi, un presidio di questo tipo, continua a non convincere la previsione generalizzata della riapertura dei termini. È stato già rilevato che essa presuppone una considerazione negativa delle OPA promosse da soggetti *insider*, specie se finalizzate al *delisting*

dell'emittente, che non può essere condivisa, in quanto il *delisting*, ancor prima di essere strumento per l'estrazione di benefici privati del controllo, rappresenta una libera scelta imprenditoriale, che non dovrebbe essere compressa oltre quanto necessario per tutelare interessi altrettanto meritevoli.

In particolare, non dovrebbe essere sottovalutato il rischio che il rimedio in questione, comportando di fatto un ostacolo aggiuntivo all'uscita dal mercato di borsa, sortisca in realtà l'effetto di elevare una barriera all'ingresso in quel mercato, contribuendo a disincentivare la quotazione.

Per queste ragioni, era stata evidenziata l'opportunità di individuare un'alternativa che, senza compromettere l'obiettivo di *policy* di tutela delle minoranze azionarie in questa particolare tipologia di offerte, scongiurasse i rischi appena evidenziati.

Al riguardo, si continua a ritenere che l'alternativa più efficace sia rappresentata da una previsione che disciplini espressamente il potere della Consob di disporre, caso per caso, la riapertura dei termini delle OPA promosse da soggetti *insider*, laddove ravvisi l'esistenza di "indici", alcuni dei quali esemplificati nell'Allegato n. 4 al precedente documento di consultazione, da cui desumere l'effettiva portata lesiva di tali offerte rispetto ai diritti delle minoranze. Si tratta infatti di condizioni che non possono essere considerate, in via generale e astratta, indefettibili in questo tipo di offerte e, in mancanza di tali presupposti, vengono meno le ragioni di fondo per postulare la "coazione a vendere".

Peraltro, la scelta di attribuire alla discrezionalità - e alla responsabilità - della Commissione l'intervento in situazioni del genere, consentirebbe di calibrare meglio l'eventuale riapertura anche rispetto ai destinatari dell'offerta, in quanto non è ragionevole che le diverse categorie di azionisti di minoranza vengano, in ogni caso, assimilate e, in particolare, che venga riservato lo stesso trattamento a investitori istituzionali e ad azionisti *cd. retail*.

Alla luce di queste considerazioni, il correttivo proposto non può essere condiviso, in quanto la previsione generalizzata della riapertura dei termini viene confermata, riconoscendo agli offerenti la facoltà di escluderla attraverso il ricorso a un referendum sull'OPA, in cui i destinatari dell'offerta esprimano una valutazione su di essa separata dall'adesione, all'esito del quale l'offerta risulti approvata.

Q6) Concordate con gli alleggerimenti introdotti in materia di best price rule nei sei mesi successivi alla chiusura dell'offerta (art. 42, co. 3 e 4)?

La previsione di una soglia minima di rilevanza per l'applicazione della *best price rule* nei sei mesi successivi alla chiusura dell'offerta rappresenta un correttivo apprezzabile, ma non risolutivo delle perplessità rilevate nella risposta alla precedente consultazione (cui si rimanda). Infatti, il correttivo proposto ha una portata circoscritta, in quanto la soglia di acquisti "esentati" viene fissata nella misura dello 0,1% della categoria di prodotti finanziari oggetto dell'offerta e non risolve il tema della limitazione dell'operatività post-OPA, che si viene così a determinare.

A questo proposito, è stato già rilevato che la Direttiva non contempla questa estensione della *best price rule* (obbligando invece ad adeguare il corrispettivo dell'OPA solo per acquisti effettuati, a un prezzo superiore, entro la chiusura della

stessa) e che la norma posta in consultazione spinge all'eccesso il principio della parità di trattamento, con l'effetto di rendere potenzialmente ancora più "costose" le offerte pubbliche. Si tratta di un aspetto che dovrebbe essere considerato con attenzione da parte della Commissione, in quanto è noto che esso incide direttamente sulla concreta praticabilità delle OPA e, quindi, sulle effettive possibilità di ricambio negli assetti di controllo degli emittenti.

D'altro canto, non sarebbe ragionevole assimilare, dal punto di vista degli effetti sul corrispettivo dell'offerta, acquisti effettuati nel periodo di pendenza dell'OPA e acquisiti effettuati dopo che questa si è chiusa e ne è confermata la stessa Direttiva, che ha ricollegato solo ai primi specifiche conseguenze in termini di adeguamento del prezzo dell'OPA.

Si rinnova quindi la richiesta di limitare l'ambito applicativo dell'estensione della *best price rule* solo a particolari tipologie di operazioni. In particolare, sulla scorta della disciplina tedesca, tale estensione andrebbe prevista per i soli acquisti effettuati al di fuori del circuito dei mercati regolamentati, laddove l'offerente ha la possibilità di conoscere la controparte e contrattare con essa le condizioni dell'operazione. In questi casi, infatti, le ragioni di parità di trattamento tornano ad essere prevalenti ed è giustificata la previsione di un adeguamento del corrispettivo, sulla base della regola del prezzo massimo, anche in conseguenza di acquisti effettuati dopo la chiusura dell'offerta.

Peraltro, una simile previsione sarebbe coerente con la delega contenuta nel TUF (art. 103, co. 4, lett. c), che assegna alla Consob il compito di disciplinare *gli effetti sul corrispettivo dell'offerta degli acquisti (...) effettuati (...) nei sei mesi successivi alla chiusura di questa*. La norma in questione, infatti, non comporta necessariamente l'estensione della *best price rule* in conseguenza di qualunque tipologia di acquisti effettuati nei sei mesi successivi, né tantomeno l'equiparazione tra questi ultimi e le operazioni compiute in pendenza dell'offerta.

Q9) Condividete che il rischio di utilizzo degli strumenti finanziari derivati negoziati sui mercati regolamentati a fini elusivi della disciplina OPA sia sufficientemente ridotto e si possano pertanto esentare tali strumenti dal computo della partecipazione di cui all'art. 105, co. 2 (art. 44-ter, co. 2, lett. a)

Q10) Concordate con l'esenzione proposta in caso di superamento delle soglie rilevanti per l'OPA obbligatoria a seguito di acquisti temporanei di strumenti derivati (art. 49, co. 1, lett. e-bis)?

I correttivi introdotti alle norme che regolano la rilevanza degli strumenti finanziari derivati a fini OPA sono senz'altro condivisibili e introducono elementi di flessibilità nella disciplina proposta, la cui portata appariva eccessivamente ampia e tale da determinare una significativa limitazione dell'autonomia privata e dell'operatività sul mercato.

Le perplessità, di metodo e di merito, rispetto all'approccio adottato dalla Consob in occasione della prima consultazione sono state diffusamente illustrate nella precedente risposta. In sintesi, in quella sede si rilevava l'esigenza di:

1. una regolamentazione armonizzata con il quadro normativo sovranazionale e, in particolare, con l'evoluzione delle regole comunitarie in tema di trasparenza dell'operatività in derivati;
2. un'attenta analisi costi-benefici preliminare alla disciplina di uno degli aspetti potenzialmente critici di tale operatività, quale è quello del rapporto tra i derivati e la disciplina dell'OPA obbligatoria;
3. valorizzare i poteri discrezionali della Consob e le sue prerogative nell'attività di vigilanza e "sanzione" di comportamenti elusivi. Ciò per evitare di introdurre norme rigide e di applicazione indifferenziata, sbilanciate nella direzione della tutela delle minoranze azionarie e a danno dell'efficienza. L'opportunità di un simile approccio veniva anche motivata con la nuova nozione generale di azione di concerto, che è molto ampia e consente oggi di sanzionare fattispecie elusive del tipo di quelle verificatesi in passato e richiamate, nell'Allegato n. 5 al primo documento di consultazione, a sostegno della necessità dell'intervento proposto.

Le modifiche ora ipotizzate non fanno venir meno le perplessità di metodo, soprattutto la convinzione che sarebbe preferibile attendere l'evoluzione della regolamentazione sovranazionale, anche per evitare poi di dover intervenire di nuovo per recepire le regole comunitarie nel frattempo intervenute. Inoltre, non può non essere ribadita l'anomalia, sempre sul piano del metodo, riconducibile al fatto che la consultazione sul *position paper* del 2009 - in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati *cash-settled* - si era chiusa senza un'indicazione univoca in ordine alle opzioni regolamentari ritenute più idonee e che, nonostante questo, e pur in assenza di un'approfondita analisi costi-benefici, considerata invece in quella sede necessaria, si opti comunque oggi per un intervento su un aspetto particolare del problema.

Quanto al merito, invece, i correttivi introdotti rappresentano un passo importante nella direzione di una regolamentazione più equilibrata, rispondono, almeno in parte, alle istanze richiamate al precedente punto 3 e dovrebbero quindi essere senz'altro confermate, laddove la Consob decida comunque di intervenire sul tema dei derivati in questa fase. Peraltro, sarebbe comunque opportuno affiancare a questi correttivi una previsione generale, che riconosca agli operatori la facoltà di comunicare alla Consob i contratti stipulati, per dimostrare che gli stessi non abbiano finalità acquisitiva, né tantomeno elusiva della disciplina OPA, quindi alcun effetto in termini di mutamenti significativi negli assetti di controllo dell'emittente. Per l'analisi delle ragioni a sostegno di questa opzione, si rinvia alle osservazioni formulate da Confindustria, sul punto, in occasione della risposta alla precedente consultazione.

Q)11 Concordate con l'eliminazione della presunzione relativa di concerto per i soggetti che presentano una lista volta ad eleggere la maggioranza degli organi sociali ovvero che promuovono congiuntamente una sollecitazione di deleghe di voto finalizzata alla votazione di tale lista (...) (art. 44-quater, co. 1)?

L'eliminazione della presunzione di concerto in questione è condivisibile, alla luce delle problematiche applicative che essa avrebbe determinato e che sono state illustrate nella risposta alla precedente consultazione.

Inoltre, pur non essendo il punto oggetto di un'espressa domanda nell'ambito del questionario, si rileva che, in assenza di correttivi o di chiarimenti ulteriori, continua ad apparire di incerta interpretazione la norma che introduce una presunzione negativa dell'esistenza di un concerto, con riferimento agli accordi per la presentazione di liste per l'elezione degli organi sociali "*programmaticamente preordinate all'elezione di rappresentanti della minoranza*". Questo aspetto potrebbe essere affrontato nella successiva Comunicazione contenente gli orientamenti della Commissione sulle modalità applicative delle norme regolamentari in tema di OPA, annunciata dalla stessa Consob nel secondo documento di consultazione.

Q12) Concordate con la scelta di consentire alle società di determinare in via statutaria un quorum per l'efficacia del voto contrario delle minoranze ai fini dell'esenzione dall'obbligo di OPA conseguente a operazioni di fusione o scissione (art. 49, co. 1, lett. f) e co. 1-bis)? E condividete invece la scelta di non introdurre analoghi meccanismi per l'ipotesi di esenzione da salvataggio nei casi di crisi "non conclamata" (art. 49, co. 1, lett. b), n. 3)?

La possibilità riconosciuta agli emittenti di predeterminare in via statutaria una condizione di efficacia del *whitewash* ai fini dell'esenzione dall'obbligo di OPA nel caso di operazioni di fusione/scissione è senz'altro condivisibile. Tuttavia, si continua a dubitare dell'opportunità di subordinare l'esenzione in questione al solo interesse degli azionisti di minoranza, peraltro in presenza di una disciplina tipica, quale è quella del procedimento di fusione/scissione, che è già in grado di assicurare ampie tutele agli *independent shareholders* e, per questa via, il rispetto della parità di trattamento.

Si manifesta invece contrarietà rispetto alla scelta di non introdurre analoghi meccanismi per l'ipotesi di esenzione da salvataggio nei casi di crisi "non conclamata".

In verità, la stessa previsione del *whitewash* quale condizione cui subordinare l'esenzione dall'OPA in questi casi, che rappresentano la maggioranza delle ipotesi concretamente rilevanti, continua a non convincere. Le ragioni sono state illustrate nella risposta alla precedente consultazione, cui si rinvia, bastando in questa sede ribadire che l'interesse degli azionisti di minoranza è soltanto uno degli interessi che vengono in rilievo nelle ipotesi di salvataggio di società in crisi, per cui non può condividersi la scelta di far assurgere il *whitewash* a generale criterio autorizzatorio, col rischio di sbilanciare la disciplina delle OPA nella direzione della tutela delle minoranze.

Se, alla luce della disciplina vigente, la criticità riscontrata nella prassi applicativa delle esenzioni è data dalla necessità di presentare in ogni caso un piano di ristrutturazione e s'intende slegare il riconoscimento del "beneficio" da questo requisito, è sufficiente continuare a utilizzare la clausola generale di cui all'art. 106, co. 6, TUF, pensata proprio per il caso di operazioni che presentino caratteristiche analoghe, ma non identiche, a quelle predeterminate per legge.

In altre parole, l'ambito delle valutazioni discrezionali rimesse alla Commissione non può essere sostituito *in toto* dal *whitewash*, soprattutto nel caso delle esenzioni dove, come già evidenziato, vengono in rilievo interessi ulteriori rispetto a quelli delle minoranze e l'alternativa all'esenzione spesso non è altro che il *default* dell'emittente.

Peraltro, la fondatezza di queste considerazioni è confermata dal fatto che, nel commento ai correttivi introdotti nell'ambito di questa seconda consultazione, la stessa Autorità avverte la necessità di precisare che *“eventuali situazioni di stallo dovute a comportamenti ostruzionistici di soggetti in conflitto d'interessi potranno essere esaminate dalla Consob nell'esercizio del potere previsto dall'art. 106, co. 6, TUF (...)”*

Per queste ragioni, si rinnova la richiesta di eliminare la previsione del *whitewash* quale condizione cui subordinare l'esenzione dall'OPA per l'ipotesi di salvataggio nei casi di crisi “non conclamata” o, quantomeno, di introdurre una condizione di efficacia di natura ed entità analoghe a quanto ora previsto per l'ipotesi delle operazioni di fusione/scissione.

Roma, 15 marzo 2011