

STUDIO LEGALE
GALBIATI, SACCHI E ASSOCIATI

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

Milano, 4 marzo 2011

A mezzo SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno

**Oggetto: Secondo Documento di consultazione 18 febbraio 2011 -
"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**

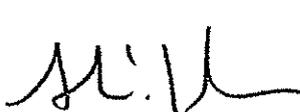
Provvediamo nel seguito a rispondere ai quesiti elencati nel Secondo
Documento di Consultazione in oggetto e rimaniamo a disposizione per
ogni chiarimento.

Di seguito riportiamo 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 Q16 RIPORTATI NEL SECONDO DOCUMENTO
DI CONSULTAZIONE**

Q1) Concordate con le modifiche di ampliamento e chiarimento dei casi di inapplicabilità della disciplina opa per le offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli (art. 35-bis)?

Le scelte della Commissione sul punto sono a nostro avviso condivisibili. In particolare è da valutarsi positivamente l'ulteriore allineamento dei casi di inapplicabilità della disciplina opa rispetto a quelli previsti dall'art. 34-ter del regolamento emittenti.

Si segnala peraltro che, mentre la delega ex art. 101-bis, comma 3-bis, TUF fa riferimento ai soli "prodotti finanziari diversi dai titoli", l'eccezione relativa alla *consent solicitation* contenuta nell'art. 35-bis, comma 3 è estesa a tutti i prodotti finanziari e non soltanto a quelli diversi dai titoli.

Q2) Concordate con le modifiche all'Allegato 2 e, in particolare, agli Schemi-tipo per il documento d'offerta?

Q.2.1. In linea generale, le modifiche apportate agli Schemi-tipo recepiscono quanto in concreto richiesto dai competenti uffici della Consob nel corso delle istruttorie sui documenti di offerta.

Q.2.2. Con specifico riferimento ad alcune delle modifiche proposte osserviamo quanto segue.

L'aver contrassegnato con un apposito simbolo (#) quali paragrafi possano essere omessi rende certamente più agevole la redazione del documento di offerta, semplificando sia il lavoro dell'offerente e dei suoi consulenti, sia quello degli uffici Consob.

Potrebbe essere invece oggetto di ulteriore riflessione la scelta di eliminare lo Schema 4 relativo alle opa su azioni proprie e gli Schemi 5 e 6 relativi alle opsc, sostituiti da mero rinvio ai corrispondenti allegati del Regolamento CE n. 809/2004. In effetti, soprattutto con riferimento alle opsc, la semplificazione

proposta potrebbe comportare la necessità di numerosi interventi di chiarimento da parte degli uffici deputati all'istruttoria sui documenti di offerta.

Infatti, negli schemi del citato Regolamento relativi ai singoli strumenti finanziari che potrebbero essere offerti in scambio vi sono numerosi paragrafi che prevedono duplicazioni di informazioni o fattispecie non applicabili ai casi di opa. Si pensi, quanto al caso in cui vengano offerte in scambio azioni, a paragrafi quali, ad esempio, quelli relativi alle "*Persone Responsabili*", alle "*Condizioni dell'Offerta*" o, ancora, ai paragrafi relativi a "*Sovrallocazione e greenshoe*", "*Collocamento e sottoscrizione*", "*Fissazione del prezzo*", "*Procedura per la comunicazione del prezzo dell'Offerta*" e ad altri ancora.

In definitiva ci pare che, se da un lato il documento di consultazione rimodula l'elenco delle informazioni da inserire nei prospetti relativi all'opa al fine di renderne più agevole l'impiego da parte degli offerenti, dall'altro lato, con riferimento alle opsc, l'opzione regolamentare non sia altrettanto coerente.

Si auspica pertanto che venga ulteriormente approfondita l'eventualità di conservare, nella nuova versione dell'Allegato 2, gli Schemi-tipo, opportunamente modificati e integrati, relativi (i) all'opa su azioni proprie e (ii) alle informazioni aggiuntive da fornire qualora siano offerti in scambio titoli quotati o non quotati.

Q.2.3. Infine, l'introduzione del *referendum* (*voting requirement*) di cui all'art. 40-*bis* consiglierebbe, a nostro avviso, di prevedere un'apposita voce nel paragrafo F dello Schema 1 di documento d'offerta contenente indicazioni in ordine alle modalità – e soprattutto ai potenziali effetti – dell'approvazione o meno dell'offerta da parte dell'oblato. Peraltro, condividiamo la previsione dell'art. 40-*bis* in base alla quale l'approvazione dell'offerta debba avvenire su apposita sezione della scheda di adesione, e non già su una scheda separata così come oggi previsto dall'art. 48 del Regolamento Emittenti. Sul punto specifico, sarebbe a nostro avviso opportuno uniformare l'art. 48 alla nuova disposizione dell'art. 40-*bis*.

Q3) Condividete la modifica del regime di costituzione delle garanzie secondo la quale a rilasciare la dichiarazione attestante che l'offerente si è messo in condizione di far fronte agli impegni di pagamento del corrispettivo dell'offerta contestualmente al suo annuncio sia l'offerente medesimo e non un soggetto abilitato (art. 37-bis)?

Per le ragioni già esposte in commento al primo documento di consultazione, condividiamo la scelta della Commissione di consentire direttamente all'offerente la dichiarazione in questione.

Q4) Concordate con la modifica alla 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)?

L'anticipazione del parere degli indipendenti rispetto all'approvazione del comunicato dell'emittente potrebbe svolgere qualche apprezzabile funzione di stimolo della discussione consiliare e di informazione e miglior coinvolgimento di tutti i componenti l'organo amministrativo in occasione dell'approvazione del comunicato dell'emittente.

Per altro verso, tale anticipazione potrebbe finire con il restringere ulteriormente i tempi entro i quali gli amministratori indipendenti sarebbero chiamati a rendere il loro parere, in un contesto di tempi che già risulta piuttosto severo.

D'altra parte gli indipendenti devono disporre del tempo necessario, da un lato, per incaricare un loro *advisor* (l'«esperto indipendente» di cui all'art. 39-bis, comma 2) e, dall'altro, per colmare possibili *gap* informativi rispetto all'offerente. Tali *gap* informativi sono del resto maggiormente ipotizzabili proprio in relazione a offerte lanciate da *insider*.

Alla luce di tali considerazioni si potrebbe forse ipotizzare espressamente la possibilità per gli indipendenti di integrare il proprio parere fino al termine

del primo giorno del periodo di adesione, anche per tener conto di quanto emerso nell'ambito del *plenum* consiliare.

Q5) Convidete 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, comma 3, lett. d)]? Ritenete la nuova misura efficace nella correzione della *pressure to tender*?

Q.5.1. Per le ragioni già illustrate nella nostra risposta Q3) al primo documento di consultazione del 6 ottobre 2010, riteniamo che il *voting requirement* sia uno strumento preferibile al *second round requirement* per correggere la *pressure to tender*.

Con riferimento alla concreta proposta formulata dalla Commissione nella nuova lett. d) dell'art. 40-bis, comma 3, apprezziamo particolarmente la scelta regolamentare di introdurre il *voting requirement* quale modalità di *opt-out* rispetto a una *default rule* che preveda l'operare del *second round requirement*.

La previsione del *voting requirement* non quale obbligo, bensì quale "onere" a carico dell'offerente che voglia sottrarsi all'obbligo del *second round requirement*, potrà consentire di testare, sotto un profilo operativo, la portata e l'efficacia dei due possibili rimedi alternativi alla *pressure to tender*.

Al di là dell'analisi teorica, la prassi del mercato potrà cioè indicare se gli effetti collaterali negativi insiti nel *second round requirement* (soprattutto il disincentivo che esso comporta ad aderire al *primo round*) saranno, nella realtà delle opa lanciate da *insider*, effettivamente significativi. Soprattutto, sarà la prassi a fornire indicazioni se, per gli offerenti, quei possibili effetti collaterali negativi saranno tali da orientarli ad adottare il differente strumento del *voting requirement*.

Q.5.2. Sotto altro profilo, notiamo che la Commissione non ha imposto il *voting requirement* (né altro diverso presidio contro la *pressure to tender*,

quale lo stesso *second round requirement*) alle opa totalitarie per il controllo, per le quali pure, tuttavia, non può escludersi la presenza di fenomeni di *pressure to tender* (sia pur di intensità tendenzialmente minore di quella che si registra con riferimento alle offerte lanciate da chi già detiene il controllo dell'emittente; cfr. sul punto la nostra risposta *sub* Q5) al primo documento di consultazione).

In effetti Consob, come dalla stessa confermato nella premessa del secondo documento di consultazione (cfr. in particolare pag. 4, in alto), ha privilegiato, con riferimento alle opa totalitarie per il controllo, le istanze di dinamicità del mercato del controllo societario.

Q.5.3. Riteniamo conclusivamente opportuno tornare brevemente sulle modalità specifiche con le quali è stato disciplinato, nell'art. 40-*bis*, comma 3, lett. d) della nuova proposta, il *voting requirement* nelle opa lanciate da *insider*.

Al riguardo consideriamo (i) pienamente condivisibile la scelta di riferire la maggioranza di cui al punto 1 della lett. d) ai soli aderenti all'opa, escludendo così ogni valenza negativa al comportamento di quegli oblati che non aderiscano all'opa né esprimano alcun giudizio sulla stessa, nonché (ii) ragionevole la scelta di considerare favorevoli all'offerta coloro che vi abbiano aderito puramente e semplicemente, senza espressione di approvazione.

Tuttavia, a una prima lettura del nuovo articolato proposto, parrebbe a nostro avviso indispensabile, ai fini del calcolo della maggioranza in questione, includere nel computo i soli oblati c.d. "disinteressati" o "esterni".

Occorrerebbe cioè individuare quali aderenti all'opa vadano esclusi dal computo della maggioranza: tra questi, ci limitiamo a indicare, a titolo esemplificativo, l'offerente e l'insieme dei soggetti a lui riconducibili (società controllanti, controllate, sottoposte a comune controllo e collegate, soggetti interposti, membri degli organi sociali delle stesse), l'emittente e i

suoi amministratori o consiglieri di gestione o sorveglianza, l'azionista diverso dall'offerente eventualmente detentore della partecipazione di maggioranza relativa nell'emittente, coloro che agiscono di concerto con i precedenti soggetti.

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

Le scelte della Commissione appaiono sicuramente condivisibili.

Quanto al limite dello 0,1% per l'acquisto di strumenti finanziari oggetto dell'opa nei sei mesi successivi alla data di ultimo pagamento ci pare che si tratti, forse, più che di un "alleggerimento" della disciplina della "best price rule", di una soglia di tolleranza di possibili errori da parte di strutture interne degli offerenti. Si tratta, comunque, di un'impostazione che, come detto, appare condivisibile.

Q7) Condividete la scelta di limitare l'obbligo dell'emittente di comunicare le informazioni fornite ad uno degli offerenti anche agli altri offerenti ai casi in cui questi ultimi abbiano presentato richieste specifiche e circostanziate di accesso a tali informazioni anziché comunicarle tempestivamente a tutti gli altri offerenti (art. 42, comma 5)?

L'introduzione dei requisiti della specificità e del carattere circostanziato delle richieste in relazione alle quali l'emittente deve garantire la parità di trattamento informativa tra *competing bidders* rappresenta un efficace punto di equilibrio tra l'esigenza, da un lato, di prevedere una *level playing field rule* in caso di *competing offers* e il rischio, dall'altro, di incentivare opa strumentali da parte soggetti interessati all'acquisizione di informazioni relative alla *target*.

Ciò, naturalmente, unitamente agli altri esistenti presidi di carattere più generale che la Commissione ha ricordato nel proprio secondo documento

di consultazione (cfr. il commento Consob riportato nella tabella di raffronto delle proposte di articolato, a pag. 48, colonna di destra).

Q8) Condividete la scelta compiuta di non dare rilevanza, ai fini dell'eventuale superamento delle soglie, agli acquisti di azioni proprie che siano stati deliberati con l'approvazione da parte dei soci di minoranza (art. 44-bis)? Ritenete che la combinazione tra le soluzioni proposte per l'acquisto del socio in presenza di azioni proprie, da un lato, e l'acquisto di azioni proprie, dall'altro, sia squilibrata nella direzione di agevolare l'uso "difensivo" delle azioni proprie? Ritenete preferibile, con riguardo agli acquisti di azioni proprie da parte della società, una soluzione che le consideri rilevanti per il socio controllante, con eventuali esenzioni per acquisti "ordinari" specificamente definiti? Se sì, come dovrebbero essere individuati tali acquisti?

Confermiamo la nostra preferenza per la prima delle due ipotesi sottoposte dalla Commissione alla prima consultazione.

In effetti, l'ipotesi 2 prescelta da Consob nel secondo documento di consultazione potrebbe aprire, a nostro avviso, significativi spazi per il socio di controllo all'utilizzo del *buy-back* con finalità difensive, anche in considerazione dell'entità non trascurabile dei limiti quantitativi all'acquisto di azioni proprie previsti dall'art. 2357, terzo comma, cod. civ..

Qualora Consob decidesse di mantenere ferma la scelta dell'ipotesi 2, sarebbe a nostro avviso opportuno l'ampliamento dell'area di esenzione attualmente limitata, nella formulazione dell'art. 44-*bis*, comma 4, al solo caso di piani di *stock options*.

Quali possibili ipotesi di estensione dell'area di esenzione, dovrebbero tra le altre essere considerati, a nostro avviso, gli acquisti di azioni proprie effettuati nell'ambito della Prassi di mercato ammessa n. 1 di cui alla delibera Consob n. 16839 inerente all'attività di sostegno della liquidità del mercato nonché, eventualmente, anche della Prassi di mercato ammessa n. 2

relativa all'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. "magazzino" titoli.

Q9) Convidete che il rischio di utilizzo di strumenti finanziari derivati negoziati su 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, comma 2 [art. 44-ter, comma 2, lett. a)]?

Come abbiamo avuto modo di rilevare nell'ambito della risposta alla Q16) nell'ambito della prima consultazione, a nostro avviso i derivati negoziati su mercati regolamentati presentano caratteristiche tali da ridurre significativamente il rischio di un loro utilizzo con finalità elusive della disciplina opa.

In tale contesto, l'opzione regolamentare originariamente ipotizzata dalla Commissione avrebbe potuto comportare effetti collaterali e non voluti sull'operatività del mercato dei derivati, limitandone l'impiego anche nell'ambito delle loro finalità tipiche di speculazione o copertura.

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, comma 1, lett. e-bis]?

Anche la proposta regolamentare in parola, che introdurrebbe una nuova fattispecie di esenzione all'art. 49 della nuova bozza di articolato del regolamento emittenti per il caso di acquisti temporanei di derivati, pare muoversi – come la precedente – nella direzione di rendere più flessibile la disciplina originariamente proposta.

Alla luce della scelta di fondo della Commissione di confermare l'impostazione della prima consultazione sullo specifico tema degli strumenti derivati in punto di loro rilevanza ai fini del calcolo del superamento delle soglie opa (seppur con la rilevante novità di cui alla

precedente Q9) in tema di derivati negoziati sui mercati regolamentati), l'introduzione di una nuova ipotesi di esenzione va comunque nell'auspicata direzione di salvaguardare l'operatività in derivati laddove non emergano significative problematiche sotto il profilo della possibile elusione della normativa opa.

Nella fattispecie ipotizzata, la temporaneità dell'acquisto – unita alla previsione che nel circoscritto periodo di detenzione degli strumenti l'acquirente si impegna a non esercitare i diritti di voto in misura superiore alla soglia superata – pare a nostro avviso configurare una fattispecie di acquisto irrilevante ai fini della disciplina opa.

Q11) 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? Concordate inoltre con la modifica riguardante la presunzione di concerto relativa agli advisor (art. 44-quater, comma 1)?

Concordiamo, per le ragioni già esposte in commento al primo documento di consultazione, con l'eliminazione della presunzione relativa di concerto per i soggetti che presentano una lista volta ad eleggere la maggioranza degli organi sociali.

Sono inoltre condivisibili i chiarimenti apportati alla presunzione relativa agli *advisor*.

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, comma 1, lett. f) e comma 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, comma 1, lett. b), n. 3]?

Nell'ambito della prima consultazione, rispondendo ai quesiti Q17) e Q18), avevamo avuto modo di sostenere l'opportunità, a nostro avviso, dell'introduzione di un criterio di significatività del voto degli *independent shareholders* nell'ambito delle fattispecie di esenzione in caso di: (i) fusione e scissione (quesito Q17) e (ii) operazioni dirette al salvataggio delle società in caso di crisi "non conclamata" (quesito Q18).

La scelta della Commissione di attribuire alle società la possibilità di introdurre per via statutaria una soglia di significatività per i meccanismi di *whitewash* nell'ipotesi di fusione e scissione (art. 49, comma 1, lett. f) e comma 1-bis) recepisce dunque un'istanza da noi pienamente condivisa.

La diversa opzione regolamentare adottata dalla Commissione per i casi di operazioni di salvataggio nelle ipotesi di crisi "non conclamata" appare comunque condivisibile, anche in considerazione della peculiarità delle situazioni in discorso in cui la crisi non risulta "attestata" da soggetti esterni e della conseguente opportunità di una più stringente tutela degli *independent shareholders* (e ferma comunque la possibilità per la Commissione, come sottolineato nel secondo documento di consultazione, di esercitare i poteri previsti dall'art. 106, comma 6, TUF).

Q13) Condividete la scelta di richiedere che, in presenza di un giudizio negativo del revisore sul presupposto della continuità aziendale, debba essere previsto un intervento di ricapitalizzazione della società affinché sia possibile avvalersi dell'esenzione da salvataggio [art. 49, comma 1, lett. b)]?

Sempre in tema di fattispecie di esenzione, nella riformulazione del testo dell'art. 49, comma 1, lett. b) la Commissione ha scelto di dettare una disciplina comune – richiedendo in entrambi i casi l'effettuazione di una ricapitalizzazione della società, non risultando viceversa sufficienti altri

interventi di rafforzamento patrimoniale – per le ipotesi in cui la situazione di crisi, pur “*conclamata*”, risulti attestata da “*soggetti terzi privati*”, quali l’esperto *ex art. 67*, comma 3, lett. *d*), R.D. 267/1942, ovvero emerga dal giudizio sul bilancio del revisore legale (art. 49, comma 1, lett. *b*), n. 2).

La decisione della Commissione di attribuire all’intervento del revisore legale in tema di continuità aziendale una rilevanza peculiare rispetto alle ipotesi di cui all’art. 49, comma 1, lett. *b*), n. 1 – in cui la crisi risulta viceversa attestata da organi giurisdizionali o Autorità di Vigilanza – appare senz’altro da condividere, in ragione della evidente differenza di ruoli e della ben diversa natura degli interventi demandati ai soggetti indicati al n. 1 rispetto all’attività del revisore legale.

Al riguardo, ci permettiamo tuttavia di rinnovare la proposta espressa in occasione della prima consultazione di aggiungere, nella fattispecie di cui alla lettera *b*), n. 2, *(ii)*, il caso in cui il revisore concluda per l’impossibilità di esprimere un giudizio in relazione alla mancanza del presupposto della continuità aziendale.

Q14) Condividete le modifiche apportate ai criteri per la determinazione del prezzo nei casi di sell-out e squeeze-out [artt. 50-50-quater]?

Q.14.1. Condividiamo tutte le modifiche apportate alle bozze di artt. 50, 50-bis e 50-ter.

Tuttavia, con specifico riguardo al comma 3 dell’art. 50, suggeriremmo l’introduzione di un’ulteriore ipotesi di equiparazione del prezzo di *sell-out* (e di *freeze-out*) al prezzo della precedente opa volontaria, che potrebbe essere così delineata:

“c) un’offerta pubblica totalitaria, al di fuori dei casi di cui ai commi 1 e 2 dell’art. 40-bis, volontariamente assoggettata dall’offerente alla disciplina di cui all’art. 40-bis, comma 3, lett. d), n. 1 e in relazione alla quale si siano verificate le condizioni di cui al n. 2 della medesima lett. d)”.

Tale ulteriore ipotesi costituirebbe a nostro avviso il completamento della previsione di cui alla precedente lettera b) dell'art. 50, comma 3.

In particolare, il completamento si renderebbe opportuno a seguito dell'introduzione, nell'art. 40-*bis*, comma 3, lett. d), nn. 1 e 2, del *referendum (voting requirement)* quale "onere" apposto all'*opt-out* dalla disciplina della riapertura dei termini (*second round requirement*).

Q.14.2. In effetti, dalla lettera b) dell'art. 50, comma 3 emerge che Consob, prevedendo in particolare la seconda delle due fattispecie ivi tratteggiate ("ovvero volontariamente assoggettata dall'offerente a tale disciplina"), ha in primo luogo espressamente ammesso la possibilità di un'adozione volontaria del *second round requirement* anche nelle opa totalitarie per il controllo (cioè nelle opa diverse da quelle disciplinate dal precedente art. 40-*bis*, per le quali il *second round requirement* è invece imperativamente previsto salvo ovviamente il già cennato *opt-out* "onerato"). In secondo luogo, ha ricollegato a tale adozione volontaria il rilevante beneficio, per i potenziali offerenti, consistente nell'abbassamento del requisito quantitativo di successo dell'opa al fine di ottenere l'equiparazione del successivo prezzo di *sell-out* e *freeze-out* a quello di offerta.

Come noto, l'art. 108, comma 3, TUF, per ammettere che il *sell-out* e il *freeze-out* possano essere esercitati allo stesso prezzo della precedente opa totalitaria, richiede che quest'ultima abbia ricevuto adesioni pari al 90% dei titoli oggetto dell'offerta. Invece, nella bozza di regolamento, l'art. 50, comma 3, lett. b) ammette, quando si tratti di opa totalitaria con previsione della riapertura dei termini (imperativamente prevista ovvero volontariamente adottata), l'equiparazione del prezzo a condizione che, nella prima fase dell'offerta, sia stata conferita una percentuale sensibilmente più bassa del 90%, segnatamente pari al solo 50% dei titoli oggetto dell'offerta.

Ora, a seguito dell'introduzione del *voting requirement* nella regolamentazione, per completare coerentemente il sistema, il beneficio

della possibile equiparazione del prezzo di *sell-out* e *freeze-out* a quello della precedente opa dovrebbe essere previsto specificamente anche con riferimento al *voting requirement*.

Infatti, anche l'adozione volontaria del referendum, allo stesso modo dell'adozione volontaria della riapertura dei termini, dovrebbe consentire che la descritta equiparazione operi a livelli di adesione inferiori al 90% richiesto dall'art. 108, comma 3, TUF ⁽¹⁾.

Ciò in quanto la riapertura dei termini e il referendum sono entrambi funzionali alla correzione della *pressure to tender*; quindi tanto l'una, quanto l'altro possono garantire che il mercato funzioni senza la distorsione in parola, consentendo così di ritenere significativo un numero di adesioni inferiore alla percentuale plebiscitaria del 90% richiesta dall'art. 108, comma 3, TUF, e pari al solo 50% dei titoli oggetto dell'offerta.

Q.14.3. L'introduzione di un'ulteriore ipotesi di equiparazione del prezzo del prezzo di *sell-out* e *freeze-out* a quello dell'opa precedente riferita al caso delle opa totalitarie per il controllo, quale quella che qui proporremmo di adottare nell'apposita nuova lett. c) dell'art. 50 comma 3, potrebbe essere altresì apprezzabile in termini di equilibrio del complessivo impianto regolamentare.

Con tale ulteriore previsione, in un contesto generale nel quale Consob ha scelto di non imporre strumenti imperativi di correzione della *pressure to tender* in relazione alle opa totalitarie per il controllo (cfr. in proposito quanto rilevato *retro* nel presente documento, *sub* Q.5.2), si introdurrebbe

⁽¹⁾ Rinviamo al nostro documento relativo alla prima consultazione (cfr. in particolare la risposta *sub* Q23, pag. 29-30) per il rilievo dell'inopportunità dell'equiparazione del prezzo di *sell-out* e *freeze-out* a quello della precedente opa, prevista dalla norma primaria di cui all'art. 108, comma 3 (il rilievo vale soprattutto per il prezzo di *freeze-out*, considerato l'elevato grado di *fairness* che dovrebbe essere proprio di un prezzo a fronte del quale possa essere potestativamente sacrificata la proprietà azionaria). Nell'art. 108, comma 3, TUF l'equiparazione del prezzo di *sell-out* e *freeze-out* a quello della precedente offerta ha infatti luogo in assenza (per lo meno nelle opa per il controllo, poiché nelle opa del controllante vi sarebbe oggi l'art. 40-*bis* introdotto da Consob) di meccanismi che possano correggere la *pressure to tender* in occasione dell'opa; e quindi in assenza di meccanismi che possano attendibilmente garantire che la *fairness* del prezzo offerto in opa sia confortata dal responso plebiscitario del mercato. Come altrove rilevavamo, tuttavia, l'intervento di normazione secondaria ad opera di Consob non poteva e non può, allo stato, che far salvo quanto previsto dal regolatore sovraordinato all'art. 108, comma 3, TUF.

una facoltà di adozione spontanea, virtuosa, di quegli stessi strumenti da parte degli scalatori. Tale adozione spontanea risulterebbe infatti incentivata dalla circostanza che le norme le ricollegherebbero il beneficio dell'automatica determinazione del prezzo di *sell-out* e *freeze-out* in misura pari a quello offerto in opa dallo scalatore.

Con il primo documento di consultazione, una scelta in tal senso parrebbe essere già stata compiuta dalla Commissione (nell'art. 50, comma 3, lett. b) con riferimento allo strumento rappresentato dalla riapertura dei termini (*second round requirement*).

Per opportuno completamento del sistema, con la proposta qui formulata (art. 50, comma 3, nuova lett. c), la stessa scelta potrebbe ora essere compiuta, in occasione della seconda consultazione, anche proprio con riferimento al referendum (*voting requirement*).

Q15) Concordate con la proposta di regime transitorio? Ritenete che esso dovrebbe espressamente regolare ipotesi ulteriori?

Concordiamo con la scelta di non prevedere *vacatio legis* sia per le disposizioni di esenzione dall'applicazione delle norme sull'opa, sia per quelle di esenzione dall'obbligo di opa successiva per particolari tipi di operazioni.

Condividiamo inoltre la scelta di individuare, quale spartiacque della normativa applicabile nei casi di cui all'art. 49, comma 1, lett. f), la data della seduta dell'organo amministrativo che abbia deliberato la convocazione dell'assemblea per l'approvazione dell'operazione.

Q16) Avete osservazioni sulle altre modifiche apportate all'articolato posto in consultazione in precedenza?

Non abbiamo ulteriori osservazioni da sottoporre.