



## **Comunicazione n. 0040628 del 4-5-2016**

inviata agli studi legali ...

**OGGETTO: Engineering Ingegneria Informatica S.p.A. – Offerta pubblica di acquisto obbligatoria ai sensi degli articoli 102, 106, comma 1 e 109, del d.lgs. n. 58/1998 – Quesito concernente la determinazione del prezzo corrispettivo da offrire ai sensi degli articoli 106, commi 2 e 3, lett. d), nn. 1 e 2, del d.lgs. n. 58/98**

Si fa riferimento al quesito (il “Quesito”) sottoposto all’attenzione della Commissione da codesti Studi Legali – in nome e per conto di MIC Holdco S.r.l. (“Holdco”), società che detiene per il tramite di MIC Newco S.p.A. (“Newco”) il controllo di MIC Bidco S.p.A. (“Bidco” o l’“Offerente”), e delle persone che agiscono di concerto con Bidco – concernente il prezzo dell’offerta pubblica di acquisto obbligatoria (l’“Offerta Obbligatoria”) avente ad oggetto le azioni di Engineering Ingegneria Informatica S.p.A. (“Engineering” o l’“Emittente”) e conseguente al trasferimento in favore di Bidco di una partecipazione in Engineering rilevante ai fini Opa (l’“Acquisizione Iniziale”).

In particolare, codesti Studi Legali hanno chiesto di confermare che il prezzo dell’Offerta Obbligatoria *“quale determinato in conformità all’art. 106, comma 2, del TUF [...] corrisponde al prezzo annunciato al mercato da Holdco mediante il comunicato stampa diffuso ai sensi dell’art. 114 TUF in data 8 febbraio 2016”* e che *“in relazione all’Operazione [...] non sussistono i presupposti per la valutazione [...], di un incremento del Corrispettivo dell’Offerta Obbligatoria ai sensi dell’art. 106, comma 3, lett. d), n. 1 del TUF e art. 47-septies del Regolamento Emittenti, né ai sensi di alcuna altra norma applicabile”*.

### **1. Il Quesito**

#### **1.1. La struttura dell’operazione**

La complessiva operazione avente ad oggetto le azioni Engineering trae origine dalla sottoscrizione in data 7 febbraio 2016 di un Accordo di Investimento tra:

- Michele Cinaglia (“MC”),
- Marilena Menicucci (“MM” e, insieme a MC, i “Soci Industriali”),
- Paolo Pandozy (“PP”),
- Armando Iorio (“AI” e, insieme a PP, i “Top Manager”),
- NB Renaissance MIC S.à r.l., società di diritto lussemburghese (“Newco NB”),
- Melville S.r.l., società controllata da NBRP Renaissance Partners S.C.S.P.,
- MIC Lux TopHolding S.à r.l., società di diritto lussemburghese (“Newco A8” e, insieme a Newco NB, gli “Investitori”), controllata dal fondo di investimento Apax VIII (più precisamente, Apax VIII-A L.P., Apax VIII-B L.P., Apax VIII-1 L.P., Apax VIII-2 L.P. - “Fondo A8”),
- Holdco, società di diritto italiano, controllata indirettamente e congiuntamente da Newco NB e Newco A8.

Secondo quanto rappresentato al mercato in data 22 aprile 2016, l’Acquisizione Iniziale si è realizzata mediante il perfezionamento delle operazioni di conferimento e compravendita aventi ad

oggetto azioni Engineering previste nell'Accordo di Investimento, come anche modificato in data 22 aprile 2016. Per effetto delle predette operazioni, Bidco è giunta a detenere complessivamente n. 4.506.773 azioni, corrispondenti a circa il 36,05% del capitale sociale di Engineering, e si sono, dunque, verificati i presupposti per la promozione dell'Offerta Obbligatoria sulle rimanenti azioni Engineering al prezzo riconosciuto nell'ambito dei richiamati conferimenti e compravendite (Euro 66,00 – il "Prezzo per Azione").

## 1.2. Le pattuizioni oggetto del Quesito

Nell'ambito degli accordi relativi alla complessiva operazione descritta nel Quesito sono state negoziate pattuizioni concernenti:

- (i) l'ingresso di MC nel capitale di Newco (a fronte del quale a MC dovrebbero essere attribuite azioni di categoria speciale di Newco – le "Azioni Speciali"), e l'eventuale uscita dal medesimo (attraverso la stipulazione tra MC e Holdco di un accordo concernente le opzioni di acquisto e vendita aventi ad oggetto le Azioni Speciali (l'"Accordo di Put & Call sulle Azioni Speciali") e il diritto di riscatto delle Azioni Speciali da parte di Newco o di Holdco.

Secondo quanto rappresentato nel Quesito, le Azioni Speciali "*costituiscono una modalità tecnica individuata dalle parti dell'Operazione per consentire a Michele Cinaglia di fornire una parte dei mezzi finanziari necessari per la realizzazione dell'Operazione per un importo pari a circa Euro 35 milioni*"; più precisamente, attraverso la previsione delle pattuizioni in esame MC ha "*concesso a Newco – a supporto dell'Operazione – un "finanziamento" a 5 anni ad un tasso di interesse pari al 4% composto annuo rimborsabile alla scadenza (tramite l'esercizio dell'opzione put [...] o, in tutto o in parte, anticipatamente (in caso di attribuzioni di utili o riserve, di esercizio dell'opzione call concessa a Holdco [...] ovvero di esercizio del Diritto di Riscatto)*". Inoltre, le richiamate Azioni Speciali attribuirebbero il diritto di ricevere dividendi o distribuzioni in misura pari al prezzo di sottoscrizione delle Azioni Speciali più un tasso del 4% annuo composto; qualora fossero distribuiti dividendi o riserve in misura superiore al 4% annuo, tale maggiore importo "*verrebbe scontato dal Prezzo delle Azioni Speciali*", in modo che MC non riceva mai, per effetto dell'esercizio dell'opzione di acquisto da parte di Holdco o del diritto di riscatto da parte di Newco/Holdco o dell'opzione di vendita attribuita a MC, un importo superiore al prezzo di sottoscrizione delle Azioni Speciali maggiorato di un 4% annuo composto;

- (ii) l'ingresso di PP nel capitale di Holdco e l'eventuale uscita dal medesimo (attraverso la stipulazione di un accordo tra PP e MIC TopCo S.à r.l. (società che controlla Holdco – "Luxco 2") concernente le opzioni di vendita e acquisto della partecipazione che PP deterrà, di tempo in tempo, in Holdco – l'"Accordo di Put e Call").

L'Accordo di Put & Call prevede la concessione da parte di Luxco 2 a PP di un'opzione di vendita della partecipazione di tempo in tempo dallo stesso detenuta in Holdco ad un prezzo da determinarsi sulla base del *Fair Market Value* di Holdco e della percentuale di capitale detenuta da PP.

Secondo quanto rappresentato nel Quesito, l'accordo in esame risulta essere "*accessorio al rapporto di amministrazione tra l'Emittente e Paolo Pandozy*". Si tratterebbe di una pattuizione comunemente negoziata nell'ambito di operazioni di investimento come quella relativa ad Engineering, in cui gli investitori finanziari richiedono al *top management* dell'emittente di investire o re-investire nel veicolo costituito per lo svolgimento della complessiva operazione "*al fine di avere i rispettivi interessi allineati*"; non di rado, inoltre, vengono riconosciuti diritti di

*exit* particolari, sotto forma di opzioni di vendita o di acquisto incrociate, con riferimento a casi di interruzione del rapporto di amministrazione o lavoro.

Nel Quesito è stato, altresì, rilevato che l'esercizio dell'opzione di vendita è subordinato al verificarsi di due eventi futuri ed incerti, ovverossia la cessazione dalla carica di amministratore di PP e la corresponsione da parte di un potenziale acquirente di un corrispettivo in natura per il trasferimento dell'intero capitale sociale di Holdco *“in sede di exit dell'investimento da parte dei soci di Holdco, in relazione ai quali non è possibile stimare in modo oggettivo le probabilità di avveramento”*;

- (iii) il meccanismo di aggiustamento del prezzo in relazione ai conferimenti di azioni Engineering posti in essere nell'ambito dell'operazione (le *“Clausole di Aggiustamento”*).

Codesti Studi Legali hanno rappresentato che le richiamate clausole *“sono volte a tutelare Michele Cinaglia, Paolo Pandozy e Armando Iorio i loro conferimenti [...] qualora le azioni dell'Emittente oggetto di tali conferimenti siano valorizzate ad un valore inferiore rispetto a quello convenuto pari al Prezzo per Azione”*. Le ipotesi contemplate dalle clausole predette sono due: (i) la prima riguarda il caso in cui l'esperto indipendente nel rendere la propria valutazione ai sensi degli artt. 2465 e 2343-ter c.c. determini un valore per azione Engineering conferita inferiore al Prezzo per Azione; (ii) la seconda si riferisce all'ipotesi in cui successivamente all'esecuzione dei conferimenti di azioni Engineering il corrispettivo dell'Offerta Obbligatoria risulti superiore.

Secondo quanto rappresentato nel Quesito, le pattuizioni in esame *“prevedono che le parti dovranno porre in essere tutte le attività necessarie per ristabilire la parità di trattamento tra i soci conferenti [...] e, quindi, che le azioni dell'Emittente conferite [...] siano sempre valorizzate ad un prezzo per azione pari al Corrispettivo dell'Offerta Obbligatoria riconosciuto ai secondi in sede di Offerta Obbligatoria. È di tutta evidenza che la finalità delle [...] clausole non sia quella di attribuire un vantaggio ulteriore ai soci Michele Cinaglia, Paolo Pandozy e Armando Iorio, quanto piuttosto quella di ovviare ad uno svantaggio economico che tali soci conferenti potrebbero subire rispetto ai soci di minoranza”*. Clausole del tipo di quelle in esame non di rado *“servono a porre i necessari rimedi e aggiustamenti alle “rigidità” tipiche delle operazioni societarie di conferimento rispetto alla “flessibilità” negoziale di cui possono godere le operazioni di compravendita”*;

- (iv) il piano di incentivazione del *top management* di Engineering (il *“Piano di Incentivazione”*).

Nel Quesito è stato evidenziato che detto piano sarà riservato ai Top Manager e agli altri dirigenti selezionati dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente e *“andrebbe a sostituire gli attuali accordi in essere tra l'Emittente ed i Top Manager circa la componente variabile di retribuzione di medio lungo periodo”*. Il Piano di Incentivazione potrà essere strutturato in maniera differente a seconda che Engineering rimanga quotata (assegnando *stock option* che daranno diritto alla sottoscrizione di azioni Engineering) o meno (assegnando strumenti diversi rispetto alle *stock option*). Nel Quesito è stata rilevata la *“sostanziale impossibilità di valutare il valore intrinseco delle stock option, poiché l'eventuale esercizio delle stesse sarebbe soggetto ad eventi futuri e incerti principalmente collegati all'incremento di valore dell'Emittente realizzato dagli Investitori [Newco A8 e Newco NB] in occasione dell'exit del loro investimento rispetto al loro valore di ingresso”*.

## 2. Le considerazioni della Consob

L'operazione in esame è caratterizzata dalla presenza di pattuizioni volte a disciplinare il ruolo svolto da taluni dei soci venditori. Pattuizioni aventi il medesimo (o simile) oggetto di quelle prospettate nel Quesito non di rado sono negoziate dalle parti coinvolte in operazioni societarie come quella in esame. Esse sono finalizzate a coinvolgere nell'iniziativa industriale portata avanti dal soggetto compratore i medesimi soci venditori (e, in particolare, i detentori del pacchetto di controllo), che talvolta sono anche legati all'emittente da rapporti di lavoro o fanno parte del suo organo di amministrazione. In tal modo, si garantisce anche la permanenza nel nuovo gruppo di controllo delle figure chiave dell'emittente, che continua così a beneficiare del *know-how* e delle capacità manageriali delle medesime, anche ai fini della continuità della cultura aziendale.

Ciò posto, occorre valutare in che rapporto si pongono le pattuizioni descritte nel Quesito rispetto all'Acquisizione Iniziale e al conseguente prezzo dell'Offerta Obbligatoria, onde escludere – sulla base delle informazioni a disposizione e nel presupposto che non vi siano pattuizioni ulteriori non rappresentate nel Quesito – con riferimento a tali pattuizioni la configurabilità di un potenziale vantaggio a favore dei soci venditori, a detrimento dei soci di minoranza di Engineering.

**2.1.** L'ingresso di MC nel capitale di Newco costituisce una forma di finanziamento accordata da MC nell'ambito della complessiva operazione; a fronte di tale ingresso dovrebbero essere attribuite a MC le Azioni Speciali. Appare, dunque, evidente che le pattuizioni correlate alle Azioni Speciali (i.e. distribuzione di dividendi e *exit* tramite l'attivazione di una tra l'opzione di vendita, l'opzione di acquisto o il diritto di riscatto) debbano essere lette come modalità di rimborso del capitale “prestato” e pagamento degli interessi di detto “finanziamento”. Le pattuizioni concernenti le Azioni Speciali e l'uscita di MC da Newco, pertanto, sono tra loro logicamente connesse e congiuntamente devono essere lette al fine di effettuare una valutazione in merito all'eventuale attribuzione a MC di un vantaggio economico attraverso le stesse.

Dall'analisi delle caratteristiche delle Azioni Speciali e delle modalità di disinvestimento da Newco risulta che il reinvestimento di MC in Newco per il tramite della sottoscrizione di Azioni Speciali costituisce un “finanziamento” ad un tasso di interesse pari al 4% composto annuo (erogato in forma “cedolare” periodica e/o capitalizzato nel prezzo di rimborso, a seconda della distribuzione o meno di dividendi da parte di Engineering nel corso della durata del medesimo) avente durata variabile in funzione della modalità di *exit* dall'investimento e, comunque, non superiore a 10 anni. Ciò posto, il giudizio circa la non configurabilità di un vantaggio economico a favore di MC derivante dal reinvestimento/“finanziamento” non può che dipendere dal fatto che le relative condizioni economiche risultino “effettivamente” di mercato e non garantiscano, dunque, a MC un extra rendimento non giustificabile in funzione del profilo di rischio assunto e/o delle caratteristiche tecniche dello strumento sottoscritto.

Una valutazione di tale tipo, in via generale, richiederebbe l'individuazione di un “tasso di mercato” da utilizzare come *benchmark* in quanto espressione di finanziamenti tecnicamente comparabili. Nel caso in esame, si ritiene che possano valere quali tassi di interesse di riferimento i tassi da applicare al finanziamento che sarà erogato dal *pool* di banche finanziatrici nell'ambito dell'operazione. In particolare, è prevista la concessione di una *Bridge Facility*, di durata pari a 15 mesi a un tasso inferiore al 4% il cui ammontare da erogare varierà in funzione della percentuale di adesione all'Offerta Obbligatoria (e alla conseguente partecipazione di Bidco in Engineering), in modo da assicurare che Bidco percepisca, al momento della distribuzione, un dividendo straordinario sufficiente a rimborsare il debito bancario. In sostanza, gli accordi con le banche finanziatrici prevedono l'erogazione di un *acquisition loan* “autoliquidante”, in quanto rimborsabile tramite l'utilizzo delle riserve (e della liquidità) dell'Emittente già presenti e disponibili. E' tuttavia previsto

che in caso di mancato o parziale funzionamento del predetto meccanismo la *Bridge Facility* si converta, per l'intero ammontare o per la parte residua, da finanziamento a breve termine in un finanziamento a medio termine (tre anni) regolato da un tasso di interesse superiore al tasso del 4%. La differenza tra i due *pricing* applicati rispecchia, più che un allungamento della scadenza del credito, una differenza nel profilo di rischio del finanziamento (capacità/non capacità di distribuzione del dividendo da parte di Engineering).

Detto secondo scenario (ovverosia finanziamento a medio termine) appare rappresentare condizioni "normali" di finanziamento dell'operazione in esame, in quanto legato ad un'ipotesi di rimborso del debito "normalmente" legato alla ordinaria generazione di cassa del soggetto finanziato (e, in ultima analisi, della società operativa a valle della catena, i.e. Engineering). Il tasso di interesse applicato al finanziamento a medio termine può, dunque, ragionevolmente rappresentare un attendibile *benchmark* di mercato a cui riferirsi nel giudizio circa la non configurabilità di un vantaggio economico a favore di MC derivante dal "finanziamento" tramite reinvestimento in Azioni Speciali.

Risultano pertanto condivisibili le considerazioni formulate da codesti Studi Legali secondo le quali il tasso di rendimento delle Azioni Speciali (4%) risulta essere *"un tasso "effettivamente" di mercato, se non addirittura al di sotto del mercato se si prende come riferimento finanziamenti aventi durata analoga e concessi nel contesto di operazioni aventi le medesime caratteristiche"*.

**2.3** L'Accordo di Put e Call prevede l'attribuzione a PP, da parte di Luxco 2 di un'opzione di vendita avente ad oggetto la partecipazione detenuta in Holdco da PP; tale opzione potrà essere esercitata qualora: (i) PP si dimetta, sia revocato o per qualsiasi altra ragione cessi dall'incarico di CEO di Engineering e non sia immediatamente rinominato, a prescindere dalla sussistenza o meno di una giusta causa e/o (ii) PP riceva, ai sensi della bozza del Patto Parasociale Holdco, la comunicazione di esercizio del c.d. diritto di trascinarsi da parte di Luxco 2 che preveda la corrisponsione in tutto o in parte di un corrispettivo in natura. È, inoltre previsto che PP conceda a Luxco 2 un'opzione di acquisto della partecipazione dal primo detenuta in Holdco; l'opzione di acquisto potrà essere esercitata soltanto nel caso in cui: (i) PP si dimetta, sia revocato o per qualsiasi altra ragione cessi dall'incarico di CEO di Engineering e non sia immediatamente rinominato, a prescindere dalla sussistenza o meno di una giusta causa e (ii) l'opzione di vendita non sia esercitata da PP entro i termini contrattualmente stabiliti.

Il prezzo che Luxco 2 pagherà a PP per l'acquisto della partecipazione da quest'ultimo detenuta in Holdco con riferimento ad entrambe le opzioni sarà pari al *"Fair Market Value of Holdco multiplied by the relevant percentage of Holdco's capital represented by the Option Participation as at the date of service by PP of the Put Option Notice or by Luxco 2 of the Call Option Notice"*.

In via generale, appaiono condivisibili le argomentazioni formulate nel Quesito secondo le quali *"la circostanza che l'esercizio dell'Opzione Put sia subordinato al verificarsi di eventi futuri e incerti induce a ritenere che l'opzione predetta abbia un valore non determinabile ex ante o, comunque, un valore prossimo allo zero, stante la difficoltà di poter stimare la probabilità che si verifichino gli eventi dedotti nelle due anzidette condizioni, dalle quali dipende il diritto di Paolo Pandozy di poter esercitare l'Opzione Put stessa"*.

La ricerca di ulteriori indicazioni circa la configurabilità di un vantaggio a PP richiede, pertanto, di abbandonare le tradizionali metodologie di *pricing* di un'opzione di vendita per soffermarsi sul valore dell'eventuale ritrasferimento dei titoli a scadenza. Un eventuale vantaggio consisterebbe nella previsione di uno *strike price* dell'opzione di vendita superiore non tanto al prezzo di investimento quanto al valore di mercato della partecipazione stessa al momento dell'esercizio dell'opzione.

Nel caso di specie, si prevede che il prezzo di esercizio dell'opzione di vendita sia basato sul principio di "equa valorizzazione" della partecipazione detenuta da PP in Holdco al momento di esercizio dell'opzione. In ipotesi di effettivo funzionamento del meccanismo di "equa valorizzazione" a scadenza, ogni vantaggio per PP sarebbe quindi escluso. La richiamata "equa valorizzazione" verrà determinata sulla base (a) della media ponderata del prezzo di mercato delle azioni Engineering nei 180 giorni precedenti la data di esercizio (se quest'ultima sarà ancora quotata) o (b) sulla base del multiplo medio EV/EBITDA riferito a un *panel* di *comparable* (qualora Engineering non fosse più quotata).

Con riferimento al primo metodo, le modalità di determinazione del prezzo di esercizio sicuramente non potrebbero comportare l'attribuzione di un vantaggio ulteriore a PP, posto che la valorizzazione avverrebbe sulla base di un dato oggettivo e certamente "di mercato". Anche in merito al secondo metodo, sembra si possano escludere elementi economici compensativi, in quanto: (i) la determinazione del *panel* dei *comparable* è già stata contrattualmente definita e non rinviata al momento di esercizio dell'opzione (il che avrebbe potuto comportare la scelta *ad hoc* dei medesimi al fine di massimizzare il prezzo di esercizio stesso); (ii) il campione di *comparable* preso a riferimento appare pienamente rappresentativo del *business* in cui opera l'Emittente e non costruito al fine di influenzare il calcolo del multiplo medio EV/EBITDA di uscita.

L'"equa valorizzazione" così come prospettata comporta che l'opzione di vendita alla scadenza svolga una funzione di mera garanzia di liquidazione dell'investimento effettuato. Non appare, quindi, configurabile l'attribuzione, tramite tale previsione contrattuale, di alcun vantaggio a favore di PP.

**2.4** Dall'analisi degli eventi al verificarsi dei quali le Clausole di Aggiustamento previste nell'Accordo di Investimento possono essere attivate emerge che dette clausole sono state poste: (i) nel caso dell'incremento del prezzo dell'Offerta Obbligatoria, al fine di garantire che la valorizzazione dei conferimenti sia allineata al prezzo finale (eventualmente incrementato) dell'Offerta Obbligatoria, evitando, così, ai soci venditori di soffrire un pregiudizio economico rispetto ai soci aderenti all'Offerta medesima e (ii) nel caso della valutazione dei conferimenti da parte dell'esperto indipendente in misura inferiore al Prezzo per Azione, al fine di garantire che le partecipazioni dei soci venditori in Holdco e Newco corrispondano ad una valorizzazione delle azioni Engineering conferite pari al Prezzo per Azione. Da quanto detto, appare possibile affermare che le previsioni in esame non siano idonee a configurare un vantaggio ulteriore in favore dei soci venditori a detrimento dei soci di minoranza, rappresentando, piuttosto, un mero strumento di tutela posto nell'interesse dei primi.

Con riferimento, peraltro, alla clausola di aggiustamento legata al valore di stima dei conferimenti, secondo quanto rappresentato alla Consob con nota integrativa del Quesito, la medesima non trova più applicazione, in quanto, l'esperto indipendente designato ai sensi degli artt. 2465 e 2343-ter c.c. ha stimato il valore di ciascuna azione Engineering conferita come non inferiore a Euro 66,00.

**2.5** Il Piano di Incentivazione è riservato ai Top Manager e agli altri dirigenti selezionati dal Consiglio di Amministrazione di Engineering ed è destinato a sostituire gli accordi attualmente in essere tra Engineering e i Top Manager circa la componente variabile di retribuzione di medio-lungo periodo. Il Piano di Incentivazione sarà attuato diversamente a seconda che Engineering rimanga o meno quotata e, dunque, potrà avere ad oggetto *stock option* o strumenti diversi da questi ultimi; inoltre, nel caso di attribuzione di *stock option*, lo *strike price* di queste ultime sarà pari al prezzo dell'Offerta Obbligatoria al netto di eventuali dividendi distribuiti.

In merito al predetto piano si rileva quanto segue. In primo luogo, la valutazione dell'equità di un piano di incentivazione va effettuata con riferimento alla più generale politica di remunerazione prevista per il ceto dirigenziale, politica in merito alla quale non si dispone di elementi informativi con riferimento a quanto (ri)definito in favore di PP e AI. Inoltre, nel caso di specie, pare possibile effettuare considerazioni solo con riferimento all'ipotesi in cui il Piano di Incentivazione assuma la configurazione di attribuzione di *stock option* su titoli Engineering, nulla potendosi affermare con riferimento all'impiego, in caso di *delisting* del titolo, di altri strumenti di incentivazione.

Ciò posto, sulla base degli elementi disponibili e facendo necessario riferimento all'assegnazione di *stock option*, talune circostanze sembrerebbero militare nel senso di escludere l'attribuzione di un beneficio ulteriore ai soci venditori PP e AI, in quanto:

- (i) il piano di *stock option* in oggetto è, al momento, una mera proposta che potrebbe non essere approvata dai competenti organi sociali;
- (ii) piani di incentivazione del *top management* risultano essere largamente diffusi tra le società quotate, e la stessa Engineering ne prevede già oggi uno. Inoltre, da quanto rappresentato nel documento allegato al Quesito, detto Piano di Incentivazione sarebbe riservato, alle medesime condizioni, ad (almeno) 6 dirigenti diversi da PP e AI. In sintesi, sembra difficile intravedere nel medesimo uno strumento designato *ad hoc* per attribuire selettivamente benefici a due specifici *manager*;
- (iii) l'ipotetica volontà di riconoscere a PP e AI un beneficio ulteriore tramite tale piano avrebbe, probabilmente, portato a prevedere una data di esercizio delle *stock option* decisamente minore rispetto ai 5 anni indicati;
- (iv) le caratteristiche tecniche delle *stock option* quali prospettate nel Quesito non appaiono idonee ad attribuire ai soggetti beneficiari un chiaro vantaggio finanziario rispetto ad altri (potenziali) investitori; la previsione di uno *strike price* pari al prezzo di vendita/corrispettivo dell'Offerta Obbligatoria, a sua volta destinato ad approssimare nel medio termine il prezzo di mercato, è tale da assimilare la concessione di tali opzioni all'investimento di pari durata in azioni Engineering che un qualsiasi investitore potrebbe oggi effettuare sul mercato (al netto della funzione protettiva dal *downside risk* offerta dalla opzione di acquisto).

Da quanto detto, pertanto, non sembra che il Piano di Incentivazione, in ipotesi di assegnazione di *stock option*, possa comportare l'attribuzione di un vantaggio economico ulteriore a PP e AI. Nessuna valutazione, per contro, è possibile effettuare, allo stato, con riguardo ad eventuali strumenti di incentivazione che saranno attribuiti in caso di *delisting* di Engineering, in merito ai quali, pertanto, resta impregiudicata ogni futura valutazione della Commissione.

### 3. Conclusioni

Tutto ciò posto, sulla base di quanto rappresentato nel Quesito e nelle note integrative del medesimo, nonché delle valutazioni al riguardo compiute, non emergono elementi che inducano a ritenere che le pattuizioni previste nell'ambito dell'operazione di cessione della partecipazione in Engineering rilevante ai fini Opa comportino un vantaggio economico ulteriore per MC, PP e AI di rispetto agli Euro 66,00 stabiliti per la predetta cessione.

Resta fermo che la conoscenza di circostanze diverse e/o ulteriori, nonché di accordi tra le parti diversi e/o ulteriori rispetto a quelli rappresentati nel Quesito potrà comportare una nuova valutazione dell'operazione da parte della Consob, anche diretta a rettificare il prezzo dell'Offerta Obbligatoria, ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. d), del TUF.

Si precisa, inoltre, che le valutazioni contenute nella presente risposta tengono conto delle peculiarità dell'operazione esaminata e non sono, dunque, suscettibili di essere estese ad altre fattispecie.

IL PRESIDENTE  
*Giuseppe Vegas*