CONSOB

Comunicazione n. DCG/0063476/15 del 4-8-2015

inviata alla China National Tire & Rubber Corporation Ltd, agli studi legali …, alla Camfin S.p.A., alla Long Term Investments Luxembourg S.A.

OGGETTO: **PIRELLI & C. S.p.A. – Offerta pubblica di acquisto obbligatoria da promuovere ai sensi degli articoli 102, 106, comma 1-*bis* e 109, del d.lgs. n. 58/1998 su azioni ordinarie emesse da Pirelli & C. S.p.A.. 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. 58/1998.**

Si fa riferimento alla nota trasmessa in data 2 luglio 2015 (il "Quesito") con la quale codesti Studi Legali, in rappresentanza dei rispettivi clienti China National Tire & Rubber Co. Ltd ("CNRC"), Camfin S.p.A. ("CF") e Long-Term Investments Luxemburg SA ("LTI"), hanno chiesto alla scrivente Commissione di esprimere il proprio parere in merito al prezzo dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria che sarà promossa sulle azioni ordinarie Pirelli & C. S.p.A. (l'"OPA Pirelli" o "OPA") a seguito dell'eventuale trasferimento della partecipazione detenuta da CF in Pirelli & C. Sp.A. ("Pirelli").

In particolare, codesti Studi Legali hanno chiesto di confermare che il prezzo dell'eventuale OPA Pirelli non debba essere aumentato ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. d), n. 1 e 2, del d.lgs. n. 58/1998 ("TUF) e degli articoli 47-*septies* 47-*octies* del Regolamento Consob n. 11971/1999 ("Regolamento Emittenti") in ragione: *i)* dell'attribuzione a CF e LTI di un'opzione put ("PUT") e *ii)* dell'eventuale reperimento da parte di CNRC, su richiesta di CF, dell'*Additional Facility* in favore di Newco e della correlata pattuizione sulla c.d. Vendita Forzata.

1. Il Quesito

1.1. La struttura dell'operazione

L'operazione descritta nel Quesito è stata oggetto di un comunicato stampa diffuso da CF in data 22 marzo 2015, nel quale è stata resa nota la sottoscrizione tra CF, i suoi azionisti (Coinv S.p.A e LTI), CNRC e la sua controllante, China National Chemical Corporation ("**CC**"), di un accordo di acquisto e co-investimento (*Sale and Purchase and Co-investment Agreement*, o "SPA") per la realizzazione di una *partnership* industriale di lungo termine relativa a Pirelli.

Secondo quanto risulta dal citato comunicato stampa del 22 marzo 2015 e dal Quesito, ai sensi dello SPA si prevede, tra l'altro:

(i) il trasferimento della Partecipazione in Pirelli direttamente detenuta da CF, pari al 20,34%, e, per quanto possibile, di quella detenuta indirettamente per il tramite di CAM 2012 S.p.A. ("CAM 2012"), pari al 5,85%, (la "Partecipazione in Pirelli") a una società per azioni italiana di nuova costituzione controllata da CNRC ("Bidco") tramite due ulteriori società per azioni italiane ("Newco" e "Holdco") al prezzo unitario di Euro 15,00;

(ii) l'impegno di CF a reinvestire parte dei proventi ottenuti dalla vendita della Partecipazione in Pirelli per la capitalizzazione di Newco, mediante un aumento di capitale sociale ad essa riservato

alle medesime condizioni di CNRC in maniera che le partecipazioni iniziali in Newco di CNRC e CF risultino, rispettivamente, pari a 65% e 35%[1];

(iii) la promozione dell'OPA Pirelli e di un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sulle azioni di risparmio Pirelli entrambe al prezzo di Euro 15,00;

(iv) la sottoscrizione da parte, tra l'altro, di CNRC, CF e LTI, di un patto parasociale avente ad oggetto le azioni Pirelli detenute alla data del *closing* da Bidco ed, eventualmente, da CAM 2012 (*Shareholders Agreement*, o "SHA");

(v) la facoltà per CF di chiedere che Newco ottenga da un soggetto terzo - identificato in China Construction Bank Lux ("CCB Lux") - l'erogazione di un finanziamento volto a dotare Newco - anche prima della chiusura dell'OPA - di ulteriori risorse e che avrà l'effetto di ridurre l'importo del versamento *equity* di competenza di CNRC (l'"*Additional Facility*")[2];

(vi) il rilascio da parte di China Construction Bank (Beijing Branch) di una *letter of Credit* della durata di sei mesi quale garanzia per l'erogazione da parte di CCB Lux dell'*Additional Facility* del costo di circa euro 1,6 milioni (60 bps sull'ammontare della *letter of credit*) a carico di CNRC e che CF rimborserà nella misura del 35%;

(vii) la facoltà per CF di chiedere - a seguito dell'eventuale erogazione dell'*Additional Facility* e al fine di permetterne a Newco il rimborso - che sia deliberato un nuovo aumento del capitale sociale di Newco, del medesimo importo dell'*Additional Facility*, che potrà essere sottoscritto - allo stesso prezzo di sottoscrizione (incluso sovrapprezzo) per azione dell'aumento di capitale riservato a CF e di quello riservato a CNRC - nei sei mesi successivi al *closing* da parte di CF e - per la quota da quest'ultima eventualmente non sottoscritta – da parte di CNRC (l'"*Additional Capital Increase*")[3]:

a. in caso di <u>integrale sottoscrizione</u> da parte di CF dell'*Additional Capital Increase*, le partecipazioni detenute in Newco da CNRC e CF varieranno, rispettivamente:
- fino al 51% e 49%, nel caso in cui all'esito dell'OPA, Pirelli rimanga quotata, ovvero
- fino al 50,1% e 49,9%, nel caso in cui, all'esito dell'OPA, Pirelli sia *delistata*;

---

[1] A seguito della riorganizzazione di CF e dell'uscita di LTI dal suo capitale sociale, la partecipazione inizialmente detenuta in Newco da CF sarà attribuita a CF nella misura del 64% e a LTI nella misura del 36%.

[2] Ai sensi dello SPA l'*Additional Facility* è il "*finanziamento che sarà procurato a Newco da CNRC in cooperazione con CF per un ammontare massimo di Euro 489 milioni (pari all'ammontare dell'Ulteriore Aumento di Capitale), da erogarsi da parte di una primaria banca internazionale (tra cui Intesa Sanpaolo e Unicredit) diversa dalle Banche Finanziatrici a termini e condizioni di mercato; è inteso e concordato tra le parti che tali termini e condizioni di mercato si applicheranno altresì al pacchetto di garanzia che CNRC fornirà alla banca finanziatrice in questione*". Inoltre, "*i costi effettivi del Finanziamento Supplementare saranno sostenuti da Newco. Un ammontare pari a tali costi, dedotto ogni interesse o altra remunerazione maturata a beneficio di CNRC o di Newco sul pacchetto di garanzia procurato da CNRC nonché ogni relativo beneficio fiscale effettivamente maturato a beneficio di Newco, sarà prontamente corrisposto da CF a Newco a mezzo di versamento a fondo perduto*".

[3] LTI non avrà diritto di chiedere l'erogazione dell'*Additional Facility* né di sottoscrivere l'*Additional Capital Increase*.

b. in caso di non integrale sottoscrizione da parte di CF dell'*Additional Capital Increase*, CNRC avrà l'obbligo di sottoscrivere la rimanente parte per consentire il rimborso integrale dell'*Additional Facility*[4];

(viii) l'attribuzione a CF della PUT avente ad oggetto le azioni Newco detenute da CF e LTI, esercitabile in caso di *de-listing* di Pirelli e di mancato *re-listing* della stessa entro i quattro anni successivi (il "Periodo di *Re-listing*"); in particolare:

a. a CF e LTI è attribuita la facoltà di esercitare la PUT nei confronti di CNRC nei sei mesi successivi alla scadenza del Periodo di *Re-listing*, ad un prezzo pari alle somme reinvestite da CF/LTI in Newco, al netto di eventuali dividendi e distribuzioni incassate;

b. in caso di mancato esercizio della PUT, nei sei mesi successivi alla scadenza del relativo periodo di esercizio, CNRC avrà il diritto di acquistare le azioni Newco detenute da CF e LTI (la "CALL") ad un prezzo pari a quello della PUT o, se superiore, al valore equo di mercato (*fair market value*) della partecipazione, con un *cap* pari al 110% del prezzo della PUT.

1.2. Considerazioni degli Studi Legali in merito al PUT e all'*Additional Facility*

1.2.1. *La PUT*

Nel Quesito codesti Studi Legali hanno rilevato che la PUT "*non ha alcun valore economicamente apprezzabile*" essendo esercitabile unicamente nel caso in cui Pirelli, a seguito dell'OPA, sia stata delistata e non nuovamente quotata entro i successivi quattro anni; esso, pertanto, rappresenterebbe uno strumento di disinvestimento attribuito ai soci di minoranza di Newco qualora una parte del programma perseguito con la sottoscrizione dello SPA (il *re-listing* di Pirelli) non venisse realizzato.

Secondo quanto, altresì, rilevato nel Quesito, la valorizzazione della PUT – ipotizzabile in via meramente "*astratta*" – sarebbe esercizio non agevole posta l'aleatorietà dei due eventi futuri e incerti (il *de-listing* di Pirelli e il suo mancato *re-listing*) al cui verificarsi è condizionata la relativa facoltà di esercizio: infatti, "*l'ipotetico valore stimabile* ex ante *di questa opzione andrebbe ridotto in funzione della probabilità che entrambi questi eventi si verifichino* […] *il fatto che l'esistenza stessa dell'opzione in oggetto sia subordinata al verificarsi di due eventi aleatori induce a concludere a favore del sostanziale azzeramento dell'ipotetico valore della stessa opzione*".

Le pattuizioni contrattuali prevedono, inoltre, contestualmente alla concessione della PUT a CF/LTI, la concessione a CNRC di un'opzione di acquisto (CALL) avente il medesimo sottostante (le azioni Newco) ma scadenza leggermente superiore a quella della PUT e "*un prezzo di esercizio con un cap rispetto al valore equo di mercato (da determinarsi con apposita procedura poiché Pirelli non sarebbe più quotata) pari al 110% del prezzo di esercizio del PUT*".

---

[4] 4 Ai sensi dello SHA, qualora CF non sottoscriva per intero l'*Additional Capital Increase*, dalla fine del dodicesimo mese e fino al temine del diciottesimo mese successivo alla chiusura dell'OPA Pirelli, sarà possibile chiedere l'attivazione della procedura di Vendita Forzata ai sensi della quale CF avrà il diritto di individuare fino a tre investitori terzi non correlati con CF e LTI che acquistino la quota non sottoscritta da CF e sottoscritta da CNRC in Newco ad un prezzo pari a quello dell'OPA Pirelli maggiorato di un interesse del 10% annuo. CNRC potrà trasferire, dalla fine del diciottesimo mese alla fine del ventiquattresimo mese successivo alla chiusura dell'OPA Pirelli, una partecipazione pari alla parte di capitale non sottoscritta da CF, senza essere soggetta a restrizioni.

Pertanto, ove la PUT avesse valore positivo, esso sarebbe compensato dal valore della CALL e, alle attuali condizioni di mercato, sarebbe "*possibile dimostrare che il valore dell'opzione call risulta leggermente superiore a quello della Put, di fatto rendendo la differenza fra i valori delle due opzioni leggermente favorevole a CNRC e sfavorevole a Camfin e LTI*".

Infine, ad avviso di codesti Studi Legali non si porrebbe, nel caso di specie, il "*tema della parità di trattamento*" tra azionisti in quanto oggetto della PUT sarebbero le azioni Newco, laddove oggetto dell'operazione principale sono le azioni Pirelli: il sottostante, dunque, sarebbe "*radicalmente diverso*" posto che la PUT esiste unicamente in ragione del reinvestimento di CF in Newco.

1.2.2. *L'Additional Facility e l'Additional Capital Increase*

Nel Quesito è stato rilevato che l'*Additional Facility* si inserisce tra le previsioni relative alla determinazione delle partecipazioni che CNRC e CF/LTI deterranno in Newco ad esito dell'OPA Pirelli; tale finanziamento e la garanzia al riguardo prestata da CNRC per procurarne l'erogazione a Newco, rientrano nell'ambito delle fonti di finanziamento dell'OPA (che includono i *Loan Agreements* e la *Cash Confirmation* previste dallo SPA) e fa parte del complessivo impegno assunto da CNRC, ai sensi dello SPA, di reperire presso istituti bancari tali fonti di finanziamento.

2. Il quadro normativo

2.1. Come noto, l'art. 106, comma 1, del TUF, impone l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto totalitaria a chiunque, "*a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi*"; inoltre, ai sensi dell'art. 106, comma 2, del TUF, l'Opa obbligatoria deve essere promossa "*a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, per acquisti di titoli della medesima categoria*".

2.2. Vi sono circostanze, tuttavia, nelle quali le peculiarità dell'operazione non consentono di ritenere "equo" il prezzo individuato secondo la regola generale del prezzo più alto pagato dall'offerente e, pertanto, in tali casi esso deve essere diversamente determinato. Al riguardo, l'art. 106, comma 3, lett. d), del TUF delega la Consob a disciplinare in via regolamentare le ipotesi in cui "*l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori e ricorra almeno una delle seguenti circostanze:*

1) l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo abbiano pattuito l'acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria;
2) vi sia stata collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori;
3) … omissis … ;
4) vi sia il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione".

Come noto, una delle caratteristiche dell'istituto dell'obbligo di OPA è individuabile nella concessione, in casi di cambio del controllo, agli azionisti di minoranza di un diritto di *exit* dalla stessa a condizioni equivalenti a quelle godute dal titolare del pacchetto di controllo ceduto; la finalizzazione alla "*tutela degli investitori*" (ex art. 106, comma 3, lettera *d)*, del TUF)

dell'esercizio del potere di innalzamento del prezzo d'offerta ad opera della Consob risponde, dunque, proprio all'esigenza di individuare un prezzo al quale gli azionisti di minoranza possano fruire, nell'*exit* dalla società, di condizioni equivalenti a quelle godute dal proprietario di un pacchetto rilevante nell'ambito della cessione che ha dato luogo (o contribuito) al sorgere dell'obbligo di OPA.

3. Le considerazioni della Consob

3.1. La struttura dell'operazione rappresentata nel Quesito risulta particolarmente complessa in quanto articolata in più fasi tra loro interconnesse sebbene in astratto potenzialmente autonome.

Il contenuto dello SPA e dello SHA, in effetti, riflette pattuizioni frequentemente previste nell'ambito di operazioni di investimento come quella in esame, in quanto, per un verso, permettono al socio di controllo uscente di rientrare nella catena societaria del nuovo soggetto controllante partecipando al relativo progetto industriale, e, per altro verso, gli garantiscono uno strumento per disinvestire (*exit*) e rientrare nella disponibilità dell'investimento effettuato qualora la realizzazione del progetto non vada a buon fine.

Non di rado, infatti, le operazioni di passaggio della partecipazione di controllo sono finalizzate a ottenere il *delisting* della società *target* e, dunque, a perseguire una nuova iniziativa industriale; in tali casi, il reinvestimento nella catena societaria costituita *ex novo* dall'acquirente in funzione della complessiva operazione consegue alla volontà del vecchio socio di partecipare a tale iniziativa, il cui successo dipende esclusivamente dai risultati futuri della società *target* non quotata (o eventualmente ri-quotata), la quale, comunque, rappresenta un soggetto economico diverso da quello di cui gli azionisti-reinvestitori erano soci.

In tali casi, solitamente, il reinvestimento del socio uscente è effettuato alle medesime condizioni economiche del nuovo socio di maggioranza, ma con diritti proporzionali al reinvestimento effettuato; inoltre, ragionevolmente, il prezzo di riacquisto delle azioni della società *target*, calcolate in trasparenza, può, talvolta, risultare persino superiore al prezzo percepito per la cessione della partecipazione di maggioranza, in quanto il prezzo di riacquisto medesimo può, oltre al reinvestimento della cifra ottenuta dalla vendita, incorporare (pro quota) anche il debito assunto dalla catena partecipativa di cui si diventa soci per la realizzazione della complessiva operazione.

Sebbene, dunque, operazioni di disinvestimento di una partecipazione di controllo e di contestuale reinvestimento in un nuovo progetto industriale possano apparire, in astratto, come transazioni funzionalmente autonome, la previsione di accordi accessori (quali il diritto di *exit* o la facoltà di modificare il rapporto partecipativo all'interno della nuova catena societaria) impongono una valutazione unitaria delle pattuizioni, al fine di escludere che le medesime siano parte di una diversa intesa tra le parti e rappresentino una diversa volontà delle stesse in merito al prezzo di trasferimento del controllo. Tali complessive pattuizioni, infatti, potrebbero permettere l'assegnazione di un vantaggio economico ulteriore al venditore rispetto al corrispettivo percepito nell'ambito della transazione principale, che è quella che determina la fissazione del prezzo della successiva OPA obbligatoria e che non verrebbe così attribuito anche agli azionisti di minoranza; in tal caso, il prezzo più elevato pagato non rappresenterebbe più il "prezzo equo", in quanto non corrispondente al prezzo effettivamente incamerato dal venditore per la cessione del controllo.

3.2. Prima ancora di procedere alla valutazione dei possibili effetti delle specifiche pattuizione previste nello SHA (PUT e CALL) e nello SPA (*Additional Facility* e *Additional Capital Increase*) sulla determinazione del prezzo dell'OPA Pirelli - così come richiesto nel Quesito -, appare

necessario partire dall'analisi della fase iniziale dell'operazione, al fine di escludere che il reinvestimento in Newco da parte di CF avvenga a condizioni tali da garantirle un vantaggio economico ulteriore non attribuito agli azionisti di minoranza. In effetti, qualora il reinvestimento in Newco avvenisse a condizioni tali da garantire il riacquisto, indirettamente, di azioni Pirelli a un prezzo inferiore a Euro 15,00, questo potrebbe essere il risultato di ulteriori accordi, tra le parti dell'operazione, volti a consentire a CF di ricevere un beneficio ulteriore rispetto ai 15 euro, dato dallo "sconto" sul reinvestimento, e conseguentemente all'offerente di lanciare l'offerta a un prezzo inferiore al beneficio complessivamente riconosciuto a CF, a detrimento dei soci di minoranza.

Sulla base degli elementi prospettati nel Quesito, emerge che il reinvestimento, effettuato da CF in Newco, di una parte dei proventi derivanti dalla cessione della Partecipazione in Pirelli, consentirà a CF di finanziare la componente *equity* dell'operazione di propria pertinenza, senza che ciò configuri l'attribuzione di alcun vantaggio a favore della stessa CF rispetto ai soci di minoranza di Pirelli.

3.3. Ciò posto, occorre passare a valutare in che rapporto si pongono PUT/CALL e *Additional Facility/Additional Capital Increase* rispetto alla cessione della Partecipazione in Pirelli e al conseguente prezzo dell'OPA Pirelli, onde escludere – sulla base delle informazioni a disposizione e nel presupposto che non vi siano pattuizioni ulteriori non rappresentate nel Quesito – anche con riferimento a tali elementi accessori dello SPA e dello SHA, la configurabilità di un potenziale vantaggio a favore di CF, a detrimento dei soci di minoranza di Pirelli.

3.3.1. In via generale, sembra potersi accogliere, *in primis*, l'argomentazione rappresentata nel Quesito secondo la quale il valore intrinseco della PUT sarebbe da considerare prossimo allo zero, per via della difficoltà di stimare la probabilità che si verifichino gli eventi da cui l'esercizio della stessa dipende, quali il *delisting* di Pirelli e la mancata nuova quotazione della stessa entro quattro anni.

Tuttavia, al fine di escludere che la PUT comporti l'attribuzione di un eventuale vantaggio in favore di CF è opportuno, non soltanto analizzare il valore intrinseco delle opzioni in esame, ma anche il valore dell'eventuale trasferimento dei titoli Newco sottostanti a scadenza, sulla base dei prezzi di esercizio delle rispettive opzioni come contrattualmente definiti. Il prezzo di esercizio della PUT è stato fissato in misura pari al reinvestimento in Newco, da parte di CF, dei proventi derivanti dalla cessione della Partecipazione in Pirelli, maggiorato degli eventuali ulteriori apporti e al netto delle eventuali distribuzioni: esso non appare tale da configurare un vantaggio a favore di CF, essendo il prezzo dell'eventuale uscita dall'azionariato Newco pari a quello di ingresso nella stessa società, che a sua volta risulta almeno pari a quello di cessione della Partecipazione in Pirelli.

Analogamente, neanche l'esercizio della CALL, indipendentemente dal prezzo a cui viene esercitata, pare comportare l'attribuzione di alcun vantaggio a favore di CF. In effetti:
(a) se il *fair market value* della partecipazione in Newco, che CF dovrebbe ritrasferire a CNRC, fosse <u>inferiore o pari</u> al prezzo della PUT, il prezzo della CALL sarebbe <u>equivalente al prezzo della PUT</u> e in tal caso varrebbero le considerazioni appena svolte circa l'indifferenza del valore di uscita da Newco rispetto all'originario valore di uscita da Pirelli e di rientro in Newco;
(b) se il *fair market value* della partecipazione in Newco risultasse <u>superiore</u> al prezzo della PUT, il prezzo della CALL sarebbe <u>pari al *fair market value* con un tetto del 110% del prezzo della PUT</u>: anche in tal caso sembrerebbe assente l'attribuzione di un vantaggio a CF a scapito degli oblati Pirelli posto che il *fair market value* rappresenta di per sé il valore reale della nuova entità economica a cui, peraltro, è contrattualmente apposto un *cap*. Va, in ogni caso, rammentato che l'attribuzione a CF di un valore superiore a quello investito conseguirebbe unicamente: (i) al mancato esercizio della PUT da parte di CF, (ii) alla decisione di CNRC di esercitare la CALL,

nonché (iii) alla circostanza che il *fair market value* della partecipazione in Newco risultasse superiore al prezzo della PUT (circostanza che rifletterebbe una crescita del valore della nuova entità economica).

3.3.2. In merito all'*Additional Facility/Additional Capital Increase* si rappresenta quanto segue.

L'*Additional Facility* consente a CF, sulla base dell'esito dell'OPA Pirelli, di aumentare successivamente il *committment* originariamente assunto con riferimento all'operazione, permettendole di incrementare la partecipazione detenuta in Newco (dal 35% fino al 49%, o 49,9%, in caso di *delisting* di Pirelli) con speculare riduzione della quota *equity* di pertinenza di CNRC; la valutazione circa la configurabilità o meno di un potenziale vantaggio economico attribuito a CF con riferimento a tale finanziamento deve essere, dunque, effettuata avuto riguardo sia al *quantum* dei costi del finanziamento da sostenere, sia ai soggetti che sosterranno detti costi.

La valutazione circa la sussistenza di un vantaggio economico attribuito a CF con riferimento al finanziamento in esame deve essere effettuata tenendo in considerazione le condizioni economiche dello stesso, potendosi escludere l'esistenza di un vantaggio economico nel caso in cui dette condizioni risultino "effettivamente" di mercato. Ad oggi, le condizioni economiche mediamente ottenibili sul mercato dei prestiti alle imprese sono determinate quasi esclusivamente dall'entità degli *spread* applicati, considerato che i tassi Euribor risultano prossimi allo zero; tuttavia, l'entità dello *spread* applicato può variare, anche sensibilmente, in funzione delle dimensioni del soggetto richiedente il finanziamento e del merito di credito dello stesso.

L'analisi degli elementi essenziali dell'*Additional Facility* induce a ritenere che il medesimo non comporti l'attribuzione di un vantaggio economico a CF a scapito degli azionisti di minoranza di Pirelli, in quanto le sue condizioni, come risulta dal Quesito e dal *Term Sheet* (trasmesso dagli Studi Legali in data 27 luglio u.s. ad integrazione del Quesito stesso), sono state definite "*on the basis of current market conditions, and may be subject to change*".

Del pari, la circostanza che il costo della garanzia del finanziamento sia stato contrattualmente ripartito tra CF (per il 35%) e CNRC (per il 65%) appare coerente con l'assetto proprietario di Newco al momento della richiesta dell'erogazione del finanziamento; detta ripartizione, dunque, non appare tale da configurare l'attribuzione di un vantaggio economico a CF, a scapito degli azionisti di minoranza Pirelli.

4. Conclusioni

Tutto ciò posto, sulla base di quanto rappresentato nel Quesito e delle valutazioni al riguardo compiute, non emergono elementi che inducano a ritenere che anche le fasi eventuali dell'operazione, successive alla cessione della Partecipazione in Pirelli (esercizio della PUT/CALL e attivazione del meccanismo dell'*Additional Facility/Additional Capital Increase*), comportino un trasferimento a CF di un vantaggio economico ulteriore rispetto agli Euro 15,00 stabiliti per la predetta cessione.

Resta fermo che la conoscenza di circostanze diverse e/o ulteriori rispetto a quelle rappresentate nel Quesito da cui venga accertata la sussistenza di diversi accordi tra le parti nonché la variazione delle condizioni dell'operazione all'atto del *closing* così come il verificarsi di circostanze diverse e/o ulteriori rispetto a quelle rappresentate, potrà comportare una nuova valutazione dell'operazione da parte della Consob, anche diretta a rettificare il prezzo dell'OPA Pirelli, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, del TUF.

Si precisa, infine, 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