

La nuova disciplina in materia di offerta pubblica di acquisto

Le linee guida della bozza di regolamento

Open Hearing

27 ottobre 2010

Obiettivi della nuova regolamentazione

- A. RAFFORZARE LA TUTELA DEGLI AZIONISTI DI MINORANZA NELLE OPERAZIONI DI ACQUISIZIONE O CONSOLIDAMENTO DEL CONTROLLO
- B. FAVORIRE MAGGIORE DINAMICITÀ DEL MERCATO DEL CONTROLLO SOCIETARIO ED ELIMINARE PROFILI DI INCERTEZZA NELL'INTERPRETAZIONE DELLE NORME CHE POSSONO FRENARE L'ATTIVISMO DI OFFERENTI E INVESTITORI
- C. ASSICURARE PARITÀ DI TRATTAMENTO PER INVESTITORI ITALIANI ED ESTERI
- D. RIDURRE I COSTI DI *COMPLIANCE* PER GLI OFFERENTI

A. Rafforzamento della tutela degli azionisti di minoranza

- Introduzione rimedi contro “*pressure to tender*”:
 - Riapertura del periodo di offerta in caso di successo della stessa;
 - Parere degli amministratori indipendenti per rafforzare valore informativo e obiettività del comunicato dell'emittente.
- Inclusione degli strumenti finanziari derivati nella nozione di partecipazione rilevante ai fini dell'OPA obbligatoria.
- Ampliamento regole di trasparenza e correttezza in corso d'OPA:
 - Estensione operatività della *best price rule* nei 6 mesi successivi alla chiusura dell'offerta;
 - Nuovo obbligo per offerente di comunicare in via preventiva alla Consob e al mercato l'intenzione di vendere gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta;
 - Applicazione di tali regole anche per gli strumenti finanziari derivati *cash-settled*.
- Maggiore coinvolgimento degli azionisti di minoranza nella disciplina delle esenzioni dall'obbligo di OPA
 - Approvazione da parte della maggioranza degli *independent shareholders* in alcuni casi di salvataggio e nelle ipotesi di fusione o scissione.

B. Efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario (1)

- **Riduzione durata minima offerte preventive** volte al raggiungimento del controllo (da 25 a 15 gg) allineandola a quella delle altre offerte
 - la vigente previsione potrebbe sfavorire il primo offerente (che sostiene interamente i costi di “scoperta” dell’opportunità di scalata) rispetto ai potenziali concorrenti.
- Modifiche alla **disciplina delle offerte concorrenti**:
 - Possibilità di promuovere offerte concorrenti a prezzo pari o inferiore a quello dell’offerta originaria
 - obiettivo: consentire la promozione di offerte più convenienti sotto profili diversi dal corrispettivo
 - Obbligo per l’emittente che fornisce informazioni a uno degli offerenti di comunicare tempestivamente le medesime informazioni agli altri offerenti
 - obiettivo: ridurre asimmetrie informative tra gli offerenti
- **Limitazione grado di discrezionalità della Consob** in materia di:
 - “correzione” del prezzo dell’OPA obbligatoria;
 - determinazione del prezzo in caso di *sell-out* e *squeeze-out*.

B. Efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario (2)

- Al fine di ridurre il grado di incertezza sulle condotte che possono configurare un'azione di concerto rilevante per l'obbligo di OPA sono stati identificati:
 - Ipotesi di presunzioni relative;
 - Casi nei quali la cooperazione tra più soggetti non configura un'azione di concerto.

- Nuova disciplina rilevanza delle azioni proprie ai fini dell'obbligo di OPA che contempera le esigenze contrapposte di evitarne un utilizzo elusivo e di consentire operazioni di *buy back* nell'interesse della società. Proposte regolamentari:
 - le azioni proprie già detenute dalla società sono sempre escluse dal capitale sociale su cui si calcola la partecipazione rilevante
 - obiettivo: dare rilievo all'effettivo potere di voto che un soggetto viene ad acquisire;
 - nel caso di superamento delle soglie rilevanti derivante esclusivamente da operazioni di acquisto di azioni proprie si propongono al mercato due ipotesi alternative:
 1. l'obbligo di OPA sorge in capo al soggetto che dispone del controllo dell'emittente; ovvero
 2. l'obbligo di OPA (applicabile a chiunque a prescindere dalla verifica della sussistenza del controllo) verrebbe escluso nei casi in cui l'acquisto di azioni proprie sia stato approvato con il voto favorevole della maggioranza degli “*independent shareholders*”.

C. Parità di trattamento per investitori italiani ed esteri

- Semplificazione adempimenti in caso di offerte transfrontaliere, disciplina delle procedure per il riconoscimento dei documenti di offerta approvati da Autorità di vigilanza di uno Stato membro UE o di Stati extracomunitari.
- Nuove disposizioni regolamentari per le offerte pubbliche connesse a operazioni di ristrutturazione del debito che individuano:
 - la procedura da seguire per l'applicabilità della disciplina delle OPV o OPS alle OPSc aventi ad oggetto titoli di debito
 - obiettivo: contemperare l'esigenza di riduzione dei costi per gli operatori con quella di assicurare agli investitori adeguata informativa
 - i casi di inapplicabilità della disciplina OPA in relazione ad offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi da azioni (*i.e.* le cd. *consent solicitations*).

D. Riduzione dei costi di *compliance* per gli offerenti

- Maggiore standardizzazione dell'informazione da fornire al mercato:
 - codificazione più analitica dei contenuti di:
 - comunicazione dell'offerta;
 - comunicato dell'emittente;
 - documenti d'offerta.

- Nuova previsione in materia di predisposizione delle garanzie per adempiere al pagamento del corrispettivo dell'offerta:
 - in linea con la Direttiva OPA, l'offerente sin dal momento dell'annuncio dell'offerta deve *“essersi messo in condizione di poter far fronte pienamente a ogni impegno di pagamento”*;
 - l'offerente è tenuto ad acquisire, in luogo della vigente *“dichiarazione di impegno”* a costituire le garanzie, una dichiarazione rilasciata da un *“soggetto abilitato”* attestante che l'offerente medesimo è in grado di far fronte pienamente al pagamento del corrispettivo dell'offerta.

I rimedi contro la
pressure to tender

Il problema della *pressure to tender*

- La scelta di adesione ad un'OPA dovrebbe essere guidata dal confronto tra prezzo d'offerta e valore atteso del titolo in ipotesi di assenza o insuccesso dell'offerta (valore tendenziale)
- L'azionista la cui adesione è decisiva per il successo dell'offerta sceglie di aderire solo se prezzo OPA è maggiore del valore tendenziale del titolo
- Al contrario, la decisione del piccolo azionista (c.d. marginale) è condizionata da due elementi:
 1. l'incertezza sulle variabili in base alle quali deve valutare la convenienza dell'offerta
 - i piccoli azionisti sono in una posizione di asimmetria informativa rispetto all'offerente e possono avere stime differenti del valore tendenziale e del prezzo del titolo a seguito dell'OPA
 2. l'incertezza sull'esito dell'offerta
 - La simultaneità della scelta e le difficoltà di coordinamento con gli altri investitori fanno sì che l'azionista non possa inferire il risultato dell'offerta in base alla propria valutazione di convenienza (problema di azione collettiva)

Le asimmetrie informative

- L'incertezza sul reale valore del titolo in assenza di OPA e sul prezzo post-OPA pone gli investitori in una posizione di asimmetria informativa rispetto all'offerente
- Nelle offerte promosse da *insider* (azionisti di maggioranza o amministratori):
 - sono più severe le asimmetrie informative tra oblati e offerente
 - è più concreto il rischio che il giudizio dell'emittente sull'OPA sia influenzato dall'identità dell'offerente

L'ipotesi di regolazione

- Rafforzare obiettività e contenuto informativo del comunicato dell'emittente, includendovi una valutazione "indipendente" dell'offerta

Chi compie la valutazione?

- Gli amministratori indipendenti della società *target*, con facoltà di avvalersi di esperti di propria scelta

Quali offerte?

- Le offerte su titoli promosse da *insider* (c.d. "interne")
- Le offerte concorrenti a quelle promosse da *insider*, in quanto i legami tra *board* e primo offerente possono condizionare l'obiettività del giudizio sulla seconda offerta (previsioni estese alle offerte aventi ad oggetto quote di fondi chiusi)

Il problema di azione collettiva

- L'incertezza sull'esito dell'offerta, che trae origine dalla simultaneità delle scelte e dalle difficoltà di coordinamento con gli altri investitori, può determinare distorsioni nella scelta sull'adesione.
- Se l'azionista ritiene che il prezzo d'OPA sia superiore al valore tendenziale, avrà comunque interesse ad aderire e quindi la sua scelta non sarà distorta
- Se l'azionista ritiene che il prezzo d'OPA sia inferiore al valore tendenziale,
 - avrebbe convenienza a non aderire se fosse certo che la maggioranza degli azionisti non aderirà ...
 - ... però dovrà valutare la possibilità che l'OPA abbia successo e che egli resti in possesso delle azioni e, quindi, dovrà considerare anche il *valore atteso delle azioni in caso di successo dell'OPA*;
 - se il prezzo OPA è maggiore del valore atteso delle azioni in caso di successo è possibile che le scelte del piccolo azionista siano "distorte" (caso-limite di successo di offerte ritenute svantaggiose dalla maggior parte degli oblati).

L'ipotesi di regolazione

- Prevedere una riapertura dei termini dell'offerta nel corso della quale gli investitori contrari ad un'offerta rivelatasi di successo possano apportare i propri titoli

La riapertura dei termini dell'offerta (1)

- Lo schema decisionale dell'investitore che subisce gli effetti della *pressure to tender*:
 - Prezzo d'offerta: 110
 - Valore tendenziale: 120 (in caso di assenza o insuccesso dell'OPA)
 - Prezzo atteso post-OPA: 90 (aspettativa di riduzione del valore della società per *freeze out* o altre distrazioni di valore a danno delle minoranze, oltre che per la minore liquidità)

Es. OPA CONDIZIONATA



2° ROUND

110 PREZZO OPA

La riapertura dei termini dell'offerta (2)

Quali offerte?

- Offerte “interne”, in quanto più critiche ai fini della tutela delle minoranze:
 - l'offerente-*insider* gode di vantaggi informativi e di *timing* nella promozione dell'offerta;
 - le aspettative di riduzione del valore post-OPA sono più fondate dato che l'offerente punta al *delisting* o al rafforzamento della partecipazione in vista di operazioni straordinarie;
 - è meno verosimile la presenza di comportamenti di *free riding* da parte di investitori che reputano l'offerta vantaggiosa ma non vogliono uscire dall'azionariato della società.
- Totalitarie (escluse le OPA preventive parziali *ex art. 107 TUF* in cui già sono previsti meccanismi che realizzano il medesimo obiettivo di regolazione)
- Aventi ad oggetto “titoli” (ed estesa alle offerte su quote di fondi chiusi)

In quali casi?

- Nelle offerte condizionate all'avverarsi della condizione di successo o in caso di rinuncia alla stessa
- Nelle offerte non condizionate all'avverarsi di alcune “presunzioni di successo”:
 - raggiungimento di alcune soglie partecipative (50%+1 o 2/3 del capitale sociale) oppure
 - tasso di adesione oltre il 50%

Ratio: assicurare un *level playing field* sostanziale tra OPA con o senza condizione di successo

La rilevanza degli strumenti finanziari derivati

Background e fallimento regolamentare

- Il D.Lgs. 146/2009 ha affidato alla CONSOB il compito di determinare:
 - i casi in cui gli strumenti finanziari derivati debbano essere computati nella nozione di partecipazione rilevante ai fini dell'OPA;
 - le modalità con le quali tali strumenti debbano essere considerati al fine di determinare il prezzo dell'OPA.
- Alcuni noti casi hanno evidenziato come l'utilizzo di strumenti finanziari derivati, anche con regolamento in contanti, possa essere utilizzato come strumento di acquisizione del controllo.

Background e fallimento regolamentare

- Il meccanismo di funzionamento di un *equity swap*:



- Minando il funzionamento di un istituto-cardine del mercato del controllo societario, questi fenomeni incentivano incertezza giuridica e sfiducia nei mercati da parte dei risparmiatori.

Una scelta di fondo

■ OPZIONE INTERVENTO

- un'opzione di modifica regolamentare che, in sostanza, equipari l'assunzione di un interesse economico all'acquisizione diretta di azioni

■ OPZIONE ZERO

- un'opzione di mantenimento dell'attività di *enforcement* utilizzando, caso per caso, le nozioni di interposizione di persona e/o di azione di concerto

- N.B.: Rimane aperto il problema della trasparenza della detenzione di strumenti finanziari *cash-settled* sul quale la Consob ha pubblicato un apposito PP. Tale questione sarà affrontata alla luce delle consultazioni in materia attualmente in corso a livello domestico e comunitario (TD).

Effetti attesi dell'intervento regolamentare

OBIETTIVI DI VIGILANZA	VANTAGGI	SVANTAGGI
TUTELA DEGLI INVESTITORI	Efficacia - Riduzione dei rischi elusivi della disciplina dell'OPA obbligatoria	
EFFICIENZA DEL MERCATO DEL CONTROLLO SOCIETARIO	Maggiore certezza delle regole	Impossibilità di utilizzare liberamente gli strumenti derivati a fini speculativi o di copertura quando vicini alla soglia dell'OPA obbligatoria
EFFICIENZA ED EFFICACIA DELLA VIGILANZA	Minori costi e difficoltà di <i>enforcement</i>	
EFFICIENZA DEL MERCATO DEI CAPITALI	Maggiore fiducia nel mercato e riduzione del costo del capitale	

Alcune possibili opzioni di intervento

- i) le sole posizioni lunghe realizzate per mezzo di uno strumento derivato *physical-settled*
 - *MA: vi sono spesso incentivi a che la regolazione per contanti sia trasformata in consegna fisica (necessità di copertura e successiva difficoltà a ricollocare sul mercato la posizione);*
- ii) tutte le posizioni lunghe indipendentemente dalle modalità di regolazione del contratto, escluse quelle che risultino da un derivato avente struttura di *payoff* asimmetrica
 - *MA: l'esercizio dell'opzione ad un prezzo pur superiore a quello di mercato può risultare comunque conveniente rispetto al graduale incremento della partecipazione attraverso acquisti sul mercato, inducendo il contraente all'esercizio dell'opzione anche laddove essa a termine risulti out of the money;*
- iii) tutte le posizioni lunghe su un determinato titolo, indipendentemente dallo strumento attraverso il quale esse sono ottenute.

Caratteristiche essenziali opzione regolamentare proposta in consultazione

- *Prezzo dell'OPA = prezzo di riferimento +/- premio*
- **Prezzo:**
 - *a) per le opzioni, il prezzo strike;*
 - *b) per i derivati tipo swap o CfD, l'initial reference price sulla base del quale si regolano periodicamente i flussi finanziari;*
 - *c) per i contratti tipo future forward, il prezzo fissato per la compravendita a termine.*
- **Due rilevanti esenzioni:**
 - *posizioni lunghe derivanti da clausole di patti parasociali, in considerazione del contenuto e delle finalità dei medesimi;*
 - *esenzione “client serving”;*
 - *esenzione in caso di autorizzazioni ai fini di legge.*

Azione di concerto

La nuova disciplina dell'azione di concerto

- Il D.lgs n. 146/2009 ha introdotto nel TUF una definizione generale di persone che agiscono di concerto (mutuata dalla Direttiva 2004/25/CE)

Art. 2, par. 1, lett. d), Direttiva OPA

- Persone fisiche o giuridiche che cooperano con l'offerente o la società emittente
- sulla base di un accordo, sia esso espresso o tacito, verbale o scritto, e
- volto ad ottenere il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta.

Art. 101-bis, comma 4, TUF

- i soggetti che cooperano tra di loro
- sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, **ancorché invalido o inefficace**,
- volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio.

- Sono state confermate le presunzioni iuris et de iure: a) aderenti a patti parasociali, b) soggetti controllanti e le società controllate, c) società sottoposte a comune controllo; d) amministratori, consiglieri di gestione o di sorveglianza o direttori generali
- E' stato disciplinato il cd. "concerto grosso": applicazione cumulativa delle presunzioni assolute limitatamente ai soggetti che detengono partecipazioni nella *target*

Deleghe regolamentari in materia ed obiettivi

■ Il D.lgs n. 146/2009 ha attribuito alla Consob il compito di delineare la portata della nuova definizione generale di azione di concerto, attraverso l'individuazione in via regolamentare di:

- presunzioni relative di “*persone che agiscono di concerto*”
- casi nei quali la cooperazione tra più soggetti non configura un'azione di concerto

■ **Obiettivi perseguiti dalla Consob nell'esercizio di tali deleghe regolamentari:**

- rafforzare l'azione di *enforcement* della Consob: più efficace e tempestivo accertamento delle ipotesi di concerto
- trade-off tra flessibilità normativa e certezza nella valutazione dei comportamenti degli operatori del mercato nell'ottica di non ostacolare il mercato del controllo societario e l'attivismo degli investitori

Le ipotesi di presunzioni relative di concerto (1)

- **Rapporti di parentela**: soggetti legati da rapporti familiari tali da far presumere, salvo prova contraria, l'esistenza di un coordinamento nella gestione delle partecipazioni possedute in una quotata, anche in assenza di un accordo parasociale
 - **Ambito applicativo** circoscritto a quei familiari (parenti e affini entro il 2° grado, coniuge/convivente, figli di questi ultimi) che solitamente si presume possano essere soggetti ad una reciproca influenza
 - **Ratio**: rendere più efficace l'*enforcement* anche alla luce dell'esperienza applicativa e della diffusione nel mercato italiano di imprese a proprietà familiare

Le ipotesi di presunzioni relative di concerto (2)

■ Rapporti con consulenti finanziari

- **Ambito applicativo circoscritto**

[soggettivo: consulenti finanziari per operazioni relative alla <i>target</i>
	oggettivo: - solo acquisti “ <i>al di fuori della gestione ordinaria della propria attività caratteristica</i> ” - “ <i>a partire dal mese precedente al conferimento dell’incarico</i> ” (al fine di evitare fenomeni elusivi)
- **Ratio:** rendere più efficace e tempestivo l’accertamento di ipotesi di concerto riscontrate nella prassi
 - Casi in cui gli *advisors* finanziari dell’offerente hanno operato sui titoli oggetto dell’offerta, contribuendo all’esito dell’operazione di acquisizione del controllo della quotata da parte del proprio cliente

Le ipotesi di presunzioni relative di concerto (3)

- Presentazione lista di maggioranza per elezione dell'organo amministrativo o del consiglio di sorveglianza
- Sollecitazione di deleghe di voto finalizzata alla votazione di tale lista
 - Gli accordi per presentazione di una lista non costituiscono di per sé patti parasociali *ex* art. 122 del TUF e, pertanto, non sono compresi tra le presunzioni assolute di concerto ma potrebbero comunque rientrare nella definizione generale di azione di concerto.
 - Si presume, salvo prova contraria, la sussistenza di una cooperazione volta ad acquisire o mantenere il controllo tra coloro che si accordano per presentare una lista finalizzata ad eleggere la maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo o del CdS (o per far convergere i voti su tale lista attraverso una sollecitazione di deleghe di voto)
 - Per contro, non rientrano nella nozione di azione di concerto gli accordi per la presentazione o votazione di “liste di minoranza” per l'elezione degli organi sociali
 - La trasparenza al mercato degli accordi per la presentazione di liste è garantita dalla specifica disciplina del voto di lista, non applicandosi, invece, gli obblighi di pubblicità previsti dall'art. 122 del TUF

Cooperazione tra più soggetti che non configura azione di concerto (1)

- Casi di cooperazione tra azionisti per l'esercizio dei diritti delle minoranze e la partecipazione attiva alla *governance* delle imprese
 - Ratio:
 - evitare che incertezze interpretative derivanti dall'ampia nozione di azione di concerto possano ostacolare la partecipazione attiva delle minoranze alla *governance*;
 - creare un quadro regolamentare favorevole al coordinamento tra azionisti di minoranza non interessati ad acquisire il controllo della società
 - Non configurano azione di concerto iniziative e intese tra azionisti di minoranza che non vincolano ad adottare un indirizzo comune e durevole tale da influire stabilmente sulla gestione della società e, pertanto, strutturalmente inefficaci ad influenzarne il controllo.
 - Le proposte regolamentari in esame risultano in linea con l'evoluzione normativa comunitaria e di alcuni ordinamenti di Paesi UE nonché le altre scelte regolamentari effettuate dalla Consob (*i.e.* disciplina in materia di *shareholders' rights*, diritto di *voice* e coinvolgimento delle minoranze attraverso il meccanismo del cd. *whitewash* nelle operazioni con parti correlate e nelle esenzioni dall'obbligo di OPA).

Cooperazione tra più soggetti che non configura azione di concerto (2)

- Attività di coordinamento nell'esercizio dei diritti attribuiti da codice civile e TUF alle minoranze azionarie o al singolo socio
- Accordi per la presentazione di liste “di minoranza” per l'elezione degli organi sociali *“sempreché tali liste [compatibilmente con le clausole statutarie] candidino un numero di soggetti inferiore alla metà dei componenti da eleggere ovvero siano programmaticamente preordinate alla elezione dei rappresentanti della minoranza”* (indici per presumere qualificazione di una “lista di minoranza”)
- Cooperazione tra azionisti, anche tramite la sollecitazione di deleghe di voto, per votare liste “di minoranza”

Cooperazione tra più soggetti che non configura azione di concerto (3)

- Cooperazione tra azionisti finalizzata a costituire la cd. *minorités de blocage* al fine di ostacolare l'approvazione di delibere assembleari:
 - in sede **straordinaria**
 - in sede **ordinaria** limitatamente ad alcuni argomenti (tra gli altri, compensi, *passivity rule*, operazioni con parti correlate di competenza dell'organo amministrativo e soggette ad autorizzazione assembleare in presenza di parere negativo degli indipendenti, ecc.)
- Cooperazione tra azionisti per favorire l'approvazione di una delibera assembleare avente ad oggetto:
 - la responsabilità dei componenti gli organi sociali
 - una proposta all'ordine del giorno *ex art. 2367 c.c. o art.126-bis del TUF*

Le esenzioni dall'obbligo di OPA

Direttiva OPA, art. 4 (5)

TUF, art. 106, commi 5 e 6

Direttiva, art. 4 (5)

Possibilità per gli Stati Membri di introdurre, in sede di recepimento, deroghe all'obbligo di OPA.

Tale facoltà può essere attuata dagli Stati membri:

i) Introducendo le deroghe nelle rispettive norme nazionali per tener conto di circostanze determinate a livello nazionale;

e/o

ii) Conferendo alle relative autorità di vigilanza, nei casi di rispettiva competenza, la facoltà di derogare a tali norme nazionali o per tener conto delle circostanze di cui al punto i) o in altre circostanze specifiche, con obbligo, in quest'ultimo caso, di una decisione motivata.

TUF, art.106, commi 5 e 6

Comma 5

Per limitare discrezionalità della Consob → individuazione di un elenco di “circostanze” nell’ambito delle quali la Consob è delegata a individuare “casi” in cui il superamento della soglia non comporta l’obbligo di offerta:

- in presenza di uno o più soci che detengono il controllo;
- nell’ambito di operazioni di salvataggio di società in crisi;
- nell’ambito di operazioni infragruppo;
- per cause indipendenti dalla volontà;
- per operazioni di carattere temporaneo;
- per operazioni di fusione o scissione;
- per operazioni a titolo gratuito. *Fattispecie inserita in seguito all’eliminazione, dall’art. 106, co. 1, del riferimento all’acquisto “a titolo oneroso” quale presupposto dell’obbligo di OPA.*

Comma 6

Accorda alla Consob il potere di disporre (con provvedimento motivato) *dispensa dall’obbligo di OPA in casi riconguibili alle ipotesi di esenzione legislativamente previste.*

Principali novità del regime di esenzione regolamentare proposto

- **Linee guida della proposta di regolamentazione**
 - Valorizzazione dell'assemblea secondo meccanismi di deliberazione che richiedano il voto favorevole della maggioranza degli *independent shareholders* (*whitewash*);
 - Maggiore certezza relativamente ai presupposti per l'applicabilità.

- **Modifiche alle ipotesi di esenzione regolamentari**
 1. Operazioni dirette al salvataggio di società in crisi;
 2. Superamento per operazioni di carattere temporaneo;
 3. Superamento per operazioni di fusione o scissione;
 4. Acquisti a titolo gratuito.

Salvataggio di società in crisi

Previsione attuale:

■ Presupposti per applicabilità dell'esenzione:

- Stato di crisi della società;
- Superamento della soglia conseguente a sottoscrizione di aumento di capitale;
- Presenza di piano di ristrutturazione del debito comunicato a Consob e a mercato.

■ Esperienza applicativa

Con particolare riferimento all'ultimo periodo caratterizzato da un ciclo economico recessivo che ha causato un aumento delle società in crisi relativamente alle quali si è richiesta l'applicabilità dell'esenzione:

- **Esigenze** di maggiore certezza sui presupposti di applicabilità dell'esenzione
- **Criticità** in merito al requisito del “*piano di ristrutturazione del debito*” che potrebbe non essere presente nell'ambito del piano di salvataggio ad esempio nei seguenti casi:
 - crisi industriale più che finanziaria (in quanto non vi è debito da ristrutturare);
 - in presenza di creditori titolari di garanzie reali in quanto disinteressati a stralcio/rinegoziazione dei crediti.

Salvataggio di società in crisi (2)

Proposta regolamentare: duplice possibilità di esenzione

1. In presenza di entrambi le seguenti condizioni:

- Previsione di una “ricapitalizzazione” o “altro intervento di rafforzamento patrimoniale”;
- Esistenza di una situazione di crisi oggettiva riconducibile a:
 - i. Ammissione a procedura concorsuale prevista da L.F. o altre leggi speciali;
 - ii. Omologazione di accordo di ristrutturazione dei debiti, art.182-*bis*, L.F., reso noto a mercato;
 - iii. Esistenza di un piano di risanamento, reso noto a mercato, art. 67, co., 3, lett. d), L.F.
 - In ragione della peculiarità della presente fattispecie (per il piano in questione la legge si limita a richiedere che la “ragionevolezza sia attestata da un professionista iscritto nel registro dei revisori contabili” e in possesso di determinati requisiti), esenzione limitata al caso che vi sia una effettiva ricapitalizzazione;
 - iv. Espressione, da parte del revisore legale, sull’ultimo bilancio dell’emittente di un giudizio negativo sul presupposto della continuità aziendale;
 - v. Rispondenza dell’intervento a richieste formulate da un’Autorità di vigilanza al fine di tutelare la sana e prudente gestione dell’impresa.

2. In presenza di uno stato di crisi non riconducibile ai casi precedenti:

- Deve esservi stato il voto favorevole di soci non interessati (*whitewash*) espresso tramite:
 - Approvazione assembleare; o
 - Referendum dei soci (dichiarazione su scheda predisposta dall’acquirente).

Operazioni di carattere temporaneo

Previsione attuale:

■ Presupposti

- Superamento unicamente della soglia del 30%;
 - Non anche superamento delle soglie previste per l'OPA da consolidamento;
- Misura massima del superamento del 3%;
 - Ritenuta funzionale a ordinaria attività di *trading*;
- Con impegno dell'acquirente a:
 - Cedere le azioni in eccedenza nel limite temporale di 12 mesi;
 - Non esercitare il diritto voto relativo alle azioni in eccedenza.

■ Esperienza applicativa (soprattutto in fase di recessione dei mercati):

- **Criticità** per le operazioni di ricapitalizzazione :
 - Aumento della possibilità che soggetto aderente a consorzi di garanzia superi soglie di OPA date le difficoltà di raccolta del capitale dai titolari dei diritti d'opzione o dal mercato:
 - La Consob ha concesso esenzione *ex art. 106, co. 6, TUF* anche per superamento 30% con pacchetti superiori al 3% del capitale, con impegno a vendere le azioni in eccedenza entro 12 mesi e a non esercitare i relativi diritti di voto.

Operazioni di carattere temporaneo (2)

Proposta regolamentare:

- Estensione alle ipotesi di superamento:
 - anche della soglia per l'**OPA da consolidamento**:
 - Limitazione del superamenti entro l'1%;
Pertanto i soggetti che si trovano tra 30% e 50% potranno acquistare nei 12 mesi: un 5% con voto, come consentito da disciplina dell'OPA da consolidamento, e un 1% senza voto da rivendere nei 12 mesi;
 - Mantenua la previsione dell'impegno dell'acquirente a:
 - Cedere le azioni in eccedenza nel limite temporale di 12 mesi;
 - Non esercitare il diritto voto relativo alle azioni in eccedenza.
 - da parte di **soggetti abilitati aderenti a consorzi di garanzia**:
i.e. banche e imprese di investimento autorizzate al servizio di sottoscrizione e/o collocamento che assumano, anche singolarmente, garanzie nei confronti dell'emittente in operazioni di aumento di capitale
 - Senza limite quantitativo;
 - Cessione delle azioni in eccedenza nel limite temporale di 18 mesi (anziché 12);
 - No esercizio del diritto voto relativo alle azioni in eccedenza.

Operazioni di fusione e scissione

Previsione attuale:

■ Presupposti per applicabilità esenzione:

- Esistenza di “*effettive e motivate esigenze industriali, con delibera della società le cui azioni dovrebbero altrimenti essere oggetto di offerta*”

■ Esperienza applicativa:

- Difficile individuazione delle operazioni di fusione o scissione non motivate da esigenze industriali.
 - Motivazioni di tipo industriale sono state utilizzate anche per integrazioni tra società aventi differenti oggetti sociali o differenti *business* e tra *holding* di partecipazioni e società operative.

Proposta regolamentare:

■ Modifica del presupposto:

- Non più “*effettive e motivate ragioni industriali?*” dell’operazione di fusione/scissione,
- MA: l’esenzione si subordina all’approvazione dell’operazione dall’assemblea della quotata in cui si verifica il superamento della soglia rilevante – fermi i *quorum* previsti da c.c. per operazioni straordinarie – con il voto favorevole della maggioranza degli *independent shareholders* presenti (meccanismo cd. *whitewash*).