

**ALLEGATO 5**

**Analisi di Impatto delle previsioni regolamentari riguardanti la rilevanza degli strumenti finanziari derivati ai fini dell'OPA obbligatoria**

**1. INTRODUZIONE**

1. *Background* e obiettivi del provvedimento

**2. RAGIONI DELL'INTERVENTO REGOLAMENTARE**

1. I fallimenti del mercato e della regolazione
  - a. I casi *SAI-Fondiaria* e *Ifil-Exor*
  - b. Il caso *Schaeffler-Continental*

**3. ANALISI DELLE OPZIONI REGOLAMENTARI**

1. La scelta di fondo: intervenire per via regolamentare?
2. Opzioni di estensione della nozione di partecipazione ai sensi dell'art. 105 comma 2

**4. LA DISCIPLINA PROPOSTA**

1. Elementi essenziali del nuovo articolo 44-ter

Appendice I - Questionario

## 1. Introduzione

### 1. *Background* e obiettivi del provvedimento

Il Decreto legislativo n.146 del 25 settembre 2009, approvato dal Consiglio dei Ministri il 18 settembre 2009 e contenente “*Disposizioni integrative e correttive del decreto legislativo 19 novembre 2007, n.229*” ha affidato alla CONSOB il compito di determinare con proprio regolamento i casi e le modalità con cui gli strumenti finanziari derivati detenuti sono computati nella partecipazione rilevante ai fini del calcolo della soglia OPA<sup>1</sup>.

Questa innovazione normativa rappresenta la risposta ad un’evoluzione del mercato che ha visto in alcuni casi di particolare rilevanza l’utilizzo di strumenti finanziari derivati con finalità sostanzialmente elusive della disciplina dell’OPA. Questi casi hanno dimostrato come la costruzione di posizioni “lunghe” in derivati possa consentire di raggiungere effetti sostanzialmente analoghi a quelli dell’acquisto di un pacchetto rilevante di azioni. Si è posta quindi l’opportunità di adeguare il quadro normativo attraverso la possibilità di includere tali strumenti nella definizione di partecipazione rilevante ai fini della disciplina OPA, che tradizionalmente è stata legata alla detenzione di azioni<sup>2</sup>.

L’esercizio di questa delega regolamentare da parte della Consob richiede pertanto di individuare i casi in cui gli strumenti finanziari derivati debbano essere computati nella nozione di partecipazione rilevante ai fini dell’OPA e di definire le modalità con le quali tali strumenti debbano essere considerati al fine di determinare il prezzo dell’OPA.

Alla luce di quanto sopra, il presente documento mira ad individuare le modalità ottimali di attuazione della delega governativa sulla base dei costi e benefici attesi. A questo fine, nel prosieguo verranno dapprima esaminati i fallimenti della regolazione e del mercato che giustificano l’intervento regolamentare, anche alla luce di quanto è recentemente avvenuto in altre giurisdizioni. Successivamente, il terzo paragrafo enuncerà e valuterà le possibili opzioni regolamentari. Da ultimo il quarto paragrafo descriverà la disciplina proposta sottoponendo contestualmente al mercato un questionario volto a rendere omogeneamente strutturate le risposte alla consultazione.

In assenza di complete evidenze quantitative sul fenomeno in oggetto, l’analisi proposta avrà carattere eminentemente qualitativo. Si invitano i soggetti consultati a rispondere al questionario di cui all’Appendice I fornendo le informazioni e le evidenze quantitative disponibili a supporto della propria posizione. Tali indicazioni verranno prese in considerazione per eventuali approfondimenti dell’analisi.

---

<sup>1</sup> In particolare, il novellato comma 3-bis dell’art. 105 del d.lgs n. 58/98 (“TUF”) prevede che “*la Consob stabilisce con regolamento i casi e le modalità con cui gli strumenti finanziari derivati detenuti sono computati nella partecipazione*”.

<sup>2</sup> *Rectius*, “*dei titoli emessi da una società (...) che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza*” (art. 105 comma 2 TUF).

## 2. Le ragioni dell'intervento regolamentare

### 1. I fallimenti del mercato e della regolazione

L'analisi dei fallimenti del mercato che giustificano un intervento regolamentare volto ad evitare che la detenzione di strumenti finanziari derivati possa costituire uno strumento elusivo della disciplina dell'OPA obbligatoria coincide inevitabilmente con la *ratio* economica della stessa offerta obbligatoria. Si tratta come è noto di consentire l'*exit* alle minoranze di una società quotata in caso di trasferimento del controllo. Più in generale le norme sull'offerta obbligatoria temperano i problemi derivanti dalle asimmetrie informative intercorrenti tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza, consentendo che a questi ultimi venga corrisposto il premio del controllo in situazioni di cambiamento del medesimo, e dunque creano le condizioni per un minore costo del capitale per le società quotate<sup>3</sup>.

Non è questa la sede per una disamina del dibattito dottrinale sull'opportunità o meno di un sistema di offerta obbligatoria. Occorre invece domandarsi se la regolamentazione vigente abbia consentito e consenta il raggiungimento degli obiettivi della disciplina dell'offerta pubblica obbligatoria ovvero, in alternativa, se esistano fallimenti dell'attuale regolamentazione. Più in particolare, è necessario valutare in che misura l'introduzione e la diffusione di strumenti finanziari derivati, quali gli *swap* o i *contract for differences*<sup>4</sup>, abbia reso più facilmente implementabili eventuali strategie elusive. A questo fine nel seguito si ripercorreranno le vicende di alcuni dei casi più noti recentemente avvenuti in Italia come all'estero. Essi dimostrano la difficoltà per le Autorità di vigilanza di contrastare fenomeni elusivi all'interno del quadro regolamentare esistente.

#### a) Il caso SAI-Fondiaria e il caso Ifil-Exor

Quanto al contesto italiano, meritano una breve disamina i casi SAI-Fondiaria e IFIL-EXOR.

Quanto alla complessa vicenda Fondiaria-SAI, premessa dell'intera vicenda era la conclusione, in data 1° luglio 2001, di un contratto che prevedeva la vendita alla SAI della partecipazione posseduta dalla Montedison in Fondiaria (pari al 28,9% circa, di cui il 7% circa da trasferire immediatamente ed il restante solo dopo che fossero intervenute le autorizzazioni delle Autorità

<sup>3</sup> Cfr. tra gli altri M. Kahan (1993), Sales of corporate control, *Journal of Law, Economics, and Organization*, - OUP 9 (2): 368-379; L.A. Bebchuk (1994), Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control, *Quarterly Journal of Economics* 109, 966-967.

<sup>4</sup> Come è noto, in tali operazioni la parte "lunga" è la parte che beneficia dalle oscillazioni verso l'alto del titolo sottostante e perde quando questo scende; viceversa la posizione "corta" trae beneficio economico dalle oscillazioni al ribasso del sottostante mentre viene penalizzata quando questo sale. Ad esempio, in un tipico ("*plain vanilla*") total return swap (c.d. TRS, contratto i cui termini seguono in genere quanto previsto dall'*International Swaps and Derivatives Association*, breviter ISDA) avente come sottostante un titolo azionario, la parte lunga (c.d. total return receiver o guarantor) riceverà dalla parte corta (c.d. total return payer o beneficiary) un ammontare pari ai dividendi pagati durante il periodo di durata dello swap nonché un ammontare pari all'eventuale incremento di valore del titolo sottostante nello stesso periodo. Viceversa, la parte corta riceverà un ammontare pari agli interessi sull'importo nozionale più l'eventuale margine di riduzione della valorizzazione delle azioni sottostanti durante il periodo di validità dello swap.

competenti), ad un prezzo unitario superiore al prezzo corrente di mercato e con una penale in caso di mancato perfezionamento dell'acquisto molto elevata.

Nell'agosto 2001, la Consob aveva ritenuto che le modalità con cui era avvenuta la transazione facessero desumere l'esistenza di un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 del TUF fra SAI e Mediobanca (azionista rilevante sia di Fondiaria che di Montedison) per l'acquisto delle azioni Fondiaria possedute da Montedison e per la gestione della stessa Fondiaria. Pertanto, se e quando si fosse concluso il trasferimento da Montedison a SAI della predetta partecipazione, SAI e Mediobanca, che a sua volta possedeva il 13,78% di Fondiaria, si sarebbero trovate a detenere complessivamente oltre il 30% di Fondiaria determinando così un obbligo solidale di OPA ai sensi dell'art. 109 TUF.

Nel dicembre del 2001 l'Antitrust negava alla SAI l'autorizzazione all'acquisto della partecipazione in Fondiaria e nel febbraio 2002 la SAI, anche in considerazione dell'entità della citata penale e della concreta possibilità che la partecipazione in Fondiaria venisse acquistata dalla concorrente Toro Assicurazioni, procedette all'individuazione, e all'indicazione alla venditrice Montedison, di altri acquirenti al medesimo prezzo originariamente concordato. Contestualmente e allo stesso prezzo SAI vendeva ad altri due soggetti la partecipazione da essa già acquistata in Fondiaria. L'intervento dei cinque nuovi soggetti (c.d. "cavalieri bianchi") era stato presentato al mercato come conseguenza di una temporanea rinuncia da parte di SAI all'acquisto di ogni interesse in Fondiaria e al connesso progetto di integrazione, anche se con essi la società assicuratrice aveva concluso contratti di opzione incrociati *call* e *put*, che di fatto trasferivano interamente su SAI il rischio degli acquisti compiuti dagli investitori a prezzi fuori mercato, riconoscendo alle controparti premi particolarmente elevati.

Nello sviluppo della vicenda, la Consob, con decisione del maggio 2002, tenendo conto di un contesto significativamente modificato, riteneva di non poter dimostrare la permanenza del citato patto tra SAI e Mediobanca<sup>5</sup>. Nuovi elementi documentali rivelavano poi che Mediobanca era stata pienamente coinvolta nelle successive attività di SAI e che l'intervento dei "cavalieri bianchi" era stato realizzato insieme da SAI e Mediobanca come strumentale al progetto di integrazione SAI/Fondiaria; risultava, inoltre che mentre le azioni erano intestate ai cinque "cavalieri bianchi", SAI continuava a trattare con Mediobanca e gli altri soci di Fondiaria il progetto di aggregazione, di fatto esercitando prerogative da azionista di riferimento.

Sulla base della combinazione di tali nuovi elementi con quelli già presenti, la Consob, nel dicembre 2002, ritenne che il patto occulto tra SAI e Mediobanca rilevato nell'agosto 2001 avesse continuato a produrre effetti e che vi fossero indizi gravi precisi e concordanti per ritenere i cinque "cavalieri bianchi" quali soggetti interposti di SAI nell'acquisizione delle azioni Fondiaria.<sup>6</sup>

L'operazione IFIL-EXOR realizzata nel corso del 2005 è stata ampiamente descritta dai mezzi di informazione in quanto la partecipazione pari a circa l'8% del capitale Fiat acquistata da Merrill Lynch International (nel seguito MLI), a fini di copertura della posizione assunta nell'ambito di un *equity swap* stipulato con EXOR, ha avuto un ruolo preminente al fine di consentire a IFIL di

---

<sup>5</sup> Cfr. il comunicato stampa Consob del 17 maggio 2002 (<http://www.consob.it/main/documenti/comunicatistampa/cs-2002.htm#17052002>).

<sup>6</sup> Cfr. il comunicato stampa Consob del 18 dicembre 2002 (<http://www.consob.it/main/documenti/comunicatistampa/cs-2002.htm#27122002>).

mantenere la propria posizione di azionista di riferimento in Fiat. Tali accordi configuravano un'operazione complessa, strutturata da MLI per il Gruppo Agnelli e consistente:

1. nella stipula di un *equity swap* su 90 milioni di azioni Fiat che trasferiva a EXOR gli effetti finanziari connessi all'andamento di mercato delle azioni a fronte del pagamento a MLI degli interessi a titolo di remunerazione del capitale impiegato;
2. nell'acquisto sul mercato da parte di MLI dei 90 milioni di azioni FIAT - necessarie a realizzare la copertura dello *swap* e a determinarne il prezzo iniziale - secondo modalità concordate in linea generale con il gruppo Agnelli e funzionali a garantire a quest'ultimo la riservatezza dell'operazione e la disponibilità delle azioni alla data dell'aumento di capitale Fiat del settembre 2005 a servizio del prestito "convertendo" erogato da un *pool* di banche<sup>7</sup>.

Nella fattispecie la Consob ha ravvisato una violazione della normativa sull'informazione al pubblico ai sensi dell'art. 114 del TUF nonché una violazione della disciplina sulla trasparenza delle partecipazioni potenziali di cui all'art. 120 del TUF mentre ha ritenuto di non poter individuare un rapporto di interposizione tra MLI ed EXOR né l'esistenza tra i medesimi soggetti di un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 del TUF .

#### *b) Il caso Schaeffler-Continental*

Quanto al contesto internazionale, *Schaeffler-Continental* costituisce il caso recente con più evidenti profili elusivi della disciplina sul *takeover* attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari derivati.

Nel corso del 2008 Schaeffler Group aveva costruito una partecipazione occulta complessiva in Continental AG di quasi il 36% detenendo azioni e derivati *physical-settled* appena sotto le soglie di comunicazione (rispettivamente, 3% e 5%) e stipulando un *total return equity swap* con Merrill Lynch per circa il 28% del capitale di Continental. Tale derivato venne poi regolato per consegna facendo emergere improvvisamente che Schaeffler deteneva una partecipazione superiore alla soglia dell'OPA obbligatoria. La Bafin successivamente riconobbe che l'*equity swap*, in quanto *cash-settled*, non dava luogo ad obblighi né di trasparenza né di offerta pubblica di acquisto ai sensi del *Wertpapierhandelsgesetz* – WpHG - e del *Wertpapiererwerbs und bernahmegesetz* – WpÜG -. Del resto la Bafin non poté rilevare l'esistenza né di un diritto di Schaeffler ad acquistare azioni Continental di propria iniziativa, né che i diritti di voto fossero esercitabili congiuntamente, né che Merrill Lynch o altre terze parti operassero per conto di Schaeffler o che si fossero impegnate ad acquisire le azioni per garantire il successo di una futura offerta di Schaeffler stessa<sup>8</sup>.

I casi riportati rendono evidente come la progressiva diffusione di contratti derivati che, seppur caratterizzati originariamente da una clausola di regolamento in contanti consentono di fatto assai facilmente al soggetto "lungo" di entrare in possesso in modo occulto di una partecipazione rilevante - e spesso tale da far scattare una offerta obbligatoria - , costituisca un rilevante *vulnus* all'efficacia delle discipline che regolano il controllo delle società quotate. Minando l'affidabilità

---

<sup>7</sup> Si trattava di un finanziamento di euro 3 mld circa erogato nel 2002 da un *pool* di banche e convertibile alla scadenza, nel settembre 2005, in azioni Fiat.

<sup>8</sup> Cfr. D. Zetsche (2009), Hidden ownership in Europe: BAFin's decision in Schaeffler vs. Continental, *European Business Organization Law Review*.

di alcuni degli istituti cardine che regolano i mercati finanziari, questi fenomeni incentivano situazioni di incertezza giuridica e finiscono per stimolare scetticismo e sfiducia nei mercati da parte dei risparmiatori, con conseguente rischio di un aumento del costo del capitale che per tale canale fluisce dalle famiglie alle imprese.

### 3. Analisi delle opzioni regolamentari

#### 1. La scelta di fondo: intervenire per via regolamentare?

Si solleva, di conseguenza, il problema dell'adeguatezza dell'attuale disciplina in tema di offerta pubblica di acquisto rispetto a situazioni in cui l'acquisizione di una posizione di interesse economico ottenuta per mezzo di strumenti finanziari derivati possa determinare, di fatto, il controllo sull'esercizio dei diritti di voto dei titoli sottostanti in percentuale superiore alla soglia dell'OPA obbligatoria<sup>9</sup>. Analogamente, si potrebbe prevedere un rafforzamento della disciplina della trasparenza proprietaria, prevedendo un obbligo di *disclosure* delle posizioni lunghe<sup>10</sup>.

Il problema principale che si pone riguarda gli strumenti da adottare per fronteggiare queste situazioni. La scelta fondamentale si pone tra:

- (i) un'opzione di modifica regolamentare, che in sostanza equipari l'assunzione di un interesse economico<sup>11</sup> all'acquisizione diretta di azioni (i.e. OPZIONE INTERVENTO);
- (ii) un'opzione di mantenimento dell'attività di *enforcement* a quadro normativo immutato, utilizzando caso per caso le nozioni di interposizione di persona e/o di azione di concerto qualora si determini un controllo sull'esercizio dei diritti di voto relativi ad una partecipazione potenziale superiore al 30%, ovvero tali azioni possano essere trasferite su richiesta della parte lunga (i.e. OPZIONE ZERO O NON INTERVENTO<sup>12</sup>).

<sup>9</sup> Cfr. ad esempio Ferrarini G. (2007), Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario, in Balzarini, Carcano e Ventrone (a cura di), La società per azioni oggi, *Collana della Rivista delle Società*, p. 629.

<sup>10</sup> Cfr. per tutti Hu H. e B. Black (2007), Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, No. 2-3, pp. 343-367 e Hu H. e B. Black (2008), Debt, Equity and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications, *European Financial Management*, Vol. 14, No. 4, pp. 663-709. Di queste tematiche è stato dato conto nel *Position Paper* pubblicato dalla Consob nell'Ottobre 2009 (cfr. [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori\\_preparatori/position\\_paper\\_derivati\\_20091008.htm?hkeywords=&docid=6&page=0&hits=104](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/position_paper_derivati_20091008.htm?hkeywords=&docid=6&page=0&hits=104)). Ad esso seguirà una proposta regolamentare soltanto al momento della definizione del corrente processo di revisione della disciplina Europea in materia.

<sup>11</sup> Come è noto, in tali operazioni la parte "lunga" è la parte che beneficia dalle oscillazioni verso l'alto del titolo sottostante e perde quando questo scende; viceversa la posizione "corta" trae beneficio economico dalle oscillazioni al ribasso del sottostante mentre viene penalizzata quando questo sale. Ad esempio, in un tipico ("*plain vanilla*") *total return swap* (c.d. TRS, contratto i cui termini seguono in genere quanto previsto dall'*International Swaps and Derivatives Association*, *breviter* ISDA) avente come sottostante un titolo azionario, la parte lunga (c.d. *total return receiver* o *guarantor*) riceverà dalla parte corta (c.d. *total return payer* o *beneficiary*) un ammontare pari ai dividendi pagati durante il periodo di durata dello *swap* nonché un ammontare pari all'eventuale incremento di valore del titolo sottostante nello stesso periodo. Viceversa, la parte corta riceverà un ammontare pari agli interessi sull'importo nozionale più l'eventuale margine di riduzione della valorizzazione delle azioni sottostanti durante il periodo di validità dello *swap*.

<sup>12</sup> In presenza della delega espressa del novellato comma 3-bis dell'art. 105 TUF, l'opzione di non intervento si traduce naturalmente in un'interpretazione particolarmente restrittiva dei casi con cui gli strumenti finanziari derivati detenuti sono computati nella partecipazione.



L'esperienza degli altri principali Paesi europei mostra che, allo stato attuale, solo nel Regno Unito è stata seguita la prima opzione, con l'adozione nel *Takeover Code*, di una nozione di partecipazione nella quale vengono inclusi, oltre alle azioni detenute, anche gli strumenti finanziari derivati che conferiscono una posizione lunga sui titoli azionari sottostanti. Negli altri Paesi, nonostante in alcuni di essi si siano manifestati casi di elusione e evidenti fallimenti regolamentari, ci si sta orientando verso un rafforzamento della trasparenza proprietaria piuttosto che verso una modifica della disciplina dell'OPA, indicando, seppur implicitamente, un orientamento verso la seconda delle opzioni prima indicate.

Il quadro che emerge dall'analisi che segue è tuttavia più dubitativo. Non sembra che l'opzione di rafforzamento dell'*enforcement* a quadro normativo della disciplina dell'OPA invariato, anche qualora integrato da un rafforzamento della trasparenza proprietaria, costituisca una risposta sufficiente ai problemi posti dall'utilizzo di strumenti derivati per raggiungere una posizione di controllo.

Le nozioni di interposizione di persona e di azione di concerto non sembrano infatti qualificarsi come strumenti idonei a mettere in atto un'attività di *enforcement* efficace. Oltre alle inevitabili difficoltà probatorie, tali strumenti operano necessariamente *ex post*, il più delle volte attraverso un lungo procedimento *in primis* di accertamento, sanzionatorio poi, nei confronti delle società che abbiano violato le norme in esame. Per questa ragione gli effetti inibitori di tale meccanismo di *enforcement* sembrano lievi, rendendo questa strategia potenzialmente inefficace e dunque sub-ottimale rispetto a quella di intervenire con una modifica della normativa.

D'altro lato emerge che l'utilizzo delle nozioni di concerto e di interposizione consente un *enforcement* più efficiente, imponendo costi ai soggetti vigilati soltanto nei casi in cui l'utilizzo degli strumenti derivati si configura come un fenomeno elusivo della disciplina OPA e costituisce un pregiudizio per l'interesse degli azionisti di minoranza. Occorre tuttavia ricordare come il livello previsto per la soglia dell'OPA obbligatoria riduce fortemente la numerosità dei casi che avrebbero rilevanza in caso di ampliamento della nozione di partecipazione di cui all'art. 105 TUF. Si tratterebbe inoltre di casi in cui la parte lunga ha forti incentivi elusivi, essendo la posta in gioco (l'acquisto del controllo senza dover lanciare un'OPA<sup>13</sup>) particolarmente elevata. Infine, l'utilizzo di procedure di *enforcement* caso per caso, oltre ad avere costi rilevanti per l'Autorità di vigilanza, può ridurre il livello di certezza delle regole per gli operatori del mercato. Sembra pertanto che una nuova disciplina che estenda la nozione di partecipazione possa costituire una soluzione forse meno efficiente, ma certamente più efficace per ridurre la possibilità che si verifichino gli episodi descritti in precedenza.

---

<sup>13</sup> Qualora invece si trattasse di un mero fine di investimento finanziario, tale obiettivo potrebbe essere facilmente raggiunto attraverso l'acquisto di azioni di società affini. Cfr. Ferrarini (2007), *op. cit.*

**TABELLA 1. - EFFETTI ATTESI DELL'INTERVENTO REGOLAMENTARE PER IL RAGGIUNGIMENTO DELLE FINALITÀ DELLA VIGILANZA**

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	



## 2. Opzioni di estensione della nozione di partecipazione ai sensi dell'art. 105 comma 2 TUF

Una volta esaminata questa prima opzione di fondo, occorre affrontare un'ulteriore questione funzionale ad individuare una proposta di modifica normativa. Si tratta di identificare quali strumenti finanziari, aventi come sottostante azioni di una società italiana quotata, siano da computarsi ai fini del raggiungimento delle soglie dell'OPA obbligatoria. In particolare occorre comprendere se sia più opportuno includere nella fattispecie di cui all'art.105 comma 2 del TUF:

- i) tutte le posizioni lunghe su un determinato titolo, indipendentemente dallo strumento attraverso il quale esse sono ottenute;
- ii) le sole posizioni lunghe realizzate per mezzo di uno strumento derivato *physical-settled*;
- iii) tutte le posizioni lunghe indipendentemente dalle modalità di regolazione del contratto con cui sono ottenute, ma escluse quelle che risultino da un derivato avente struttura di *payoff* asimmetrica<sup>14</sup>.

Quanto all'opzione ii), l'evidenza empirica ha mostrato come possano essere realizzate strategie acquisitive attraverso l'uso di strumenti derivati a prescindere dalle clausole contrattuali di regolamento dei medesimi. Gli strumenti finanziari derivati con regolamento in contanti, che apparentemente consentono di acquisire una mera posizione economica sull'andamento delle azioni sottostanti, possono infatti essere utilizzati per realizzare un acquisto/vendita in termini reali ad un prezzo prefissato delle azioni sottostanti utilizzando i differenziali monetari positivi derivanti dal regolamento in contanti. In questi casi, specialmente laddove ricorrano determinate condizioni di illiquidità dei titoli azionari oggetto del contratto derivato, la controparte (in genere una banca di affari) non ha il più delle volte incentivo a cedere sul mercato i titoli acquistati come copertura preferendo invece una consegna diretta al cliente a fronte della rinuncia del medesimo a ricevere il corrispettivo in contanti.

Più controverso è il ruolo delle posizioni lunghe asimmetriche, ottenute indifferentemente per il tramite di strumenti finanziari derivati o contratti con una componente derivata idonei a produrre un'esposizione economica su titoli di cui all'art. 105, comma 2, del TUF. Esse non possono essere assimilate ad una compravendita di un numero di azioni pari al nozionale del derivato, ma, in determinate circostanze, possono produrre effetti analoghi a quelli delle posizioni simmetriche. L'evidenza empirica ha mostrato infatti che i derivati caratterizzati da una struttura di *payoff* asimmetrico non escludono la possibilità di un loro utilizzo a fini acquisitivi. In tali circostanze 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*. Laddove la disciplina escludesse queste fattispecie da quelle meritevoli di considerazione

---

<sup>14</sup> All'interno della categoria degli strumenti finanziari derivati è possibile distinguere tra quegli strumenti che hanno un *payoff* simmetrico (e che, pertanto, certamente verranno esercitati da una delle parti) e quelli che invece hanno un *payoff* asimmetrico o troncato. Tra i primi si annoverano ad esempio gli *equity swap*, i *contract for differences*, i *future* ovvero i sistemi di opzioni *call* e *put* incrociate. Nei secondi rientrano invece le opzioni e gli altri strumenti derivati che conducono in genere ad un trasferimento a termine soltanto nel caso in cui la "scommessa tentata" dalla parte acquirente abbia esito positivo. Viceversa, tali opzioni possono essere lasciate decadere.

ai fini del computo delle soglie OPA, esse potrebbero quindi costituire un agevole strumento di arbitraggio regolamentare.

#### 4. La disciplina proposta

##### 1. Elementi essenziali del nuovo articolo 44-ter

Sulla base di quanto sopra, il nuovo articolo 44-ter proposto in consultazione estende la nozione di partecipazione ai sensi dell'art. 105 comma 2 a tutti gli strumenti derivati che conferiscono posizioni lunghe. Tale scelta rispecchia il modello adottato dal *Takeover Code* e prevede che, ai fini del calcolo della soglia del 30% (e del 5% prevista per l'OPA c.d. da consolidamento), si debbano computare anche le azioni sottostanti tutti gli strumenti finanziari derivati o contratti che conferiscono al titolare una posizione lunga a prescindere dalla circostanza che sia previsto un regolamento in contanti o tramite consegna fisica. Viene ricompreso in tale nozione, oltre ai titolari di *swap*, di contratti di acquisto a termine e di altri contratti con struttura di *payoff* simmetrica, anche chi assuma comunque posizioni lunghe attraverso contratti derivati a struttura asimmetrica (ad es. l'acquirente di una opzione *call* o il venditore di un'opzione *put*).

Il prezzo dell'OPA in caso di acquisto di strumenti finanziari che conferiscono posizioni lunghe, si determina sommando l'eventuale premio al “prezzo di riferimento”<sup>15</sup> (inteso come valorizzazione economica contrattualmente attribuita dalle parti al sottostante). Il “prezzo di riferimento” corrisponde: a) per le opzioni, al prezzo *strike*; b) per i derivati tipo *swap* o *CfD*, all'*initial reference price* sulla base del quale si regolano periodicamente i flussi finanziari; c) per i contratti tipo *future forward*, al prezzo fissato per la compravendita a termine<sup>16</sup>.

Per evitare che il mercato venga gravato dalle norme qui descritte anche in circostanze eccezionali nelle quali il rischio di fenomeni elusivi appare modesto, sono previste due rilevanti esenzioni.

- La prima (comma 2, lett. a) dispone l'esclusione dal calcolo della partecipazione rilevante ai fini OPA di posizioni lunghe derivanti da clausole di patti parasociali, in considerazione del contenuto e delle finalità dei medesimi. Ad esempio, l'apposizione di opzioni in un accordo parasociale può svolgere la funzione di garantire le parti in merito al rispetto di più ampi impegni contrattuali, rappresentando una forma di *exit* in caso di inadempimento della controparte ovvero di stallo decisionale. Limitazioni alla facoltà di inserire tali clausole potrebbero precludere la possibilità di accordi industriali vantaggiosi per la società *target*.
- La seconda esenzione (comma 2, lett. b), mutuata dal *Takeover Code* (cd. *client serving exemption*), ha la funzione, nel caso in cui il derivato sia stato sottoscritto con un intermediario professionale, di:
  - evitare la duplicazione dell'obbligo di OPA (si pensi al caso di una banca titolare di una posizione corta che assuma una simmetrica posizione lunga a fini di copertura del rischio contrattuale),

<sup>15</sup> Resta inteso che in caso di vendita di opzioni *put* il premio va detratto (e non sommato) al prezzo *strike*.

<sup>16</sup> Com'è noto il *Takeover Panel*, in seguito alla consultazione con gli operatori, decise di propendere per un sistema più complesso con l'obiettivo di tutelare eventuali offerenti che si trovassero a detenere (senza poi esercitarli) alcuni derivati con prezzi di riferimento particolarmente elevati.

- non imporre l'obbligo di OPA in capo all'intermediario in caso di assunzione di una posizione lunga che ha il solo fine di consentire al cliente di assumere una posizione corta simmetrica (ad es. l'intermediario è venditore di una *put*).

Contestualmente alla presentazione di questa ipotesi regolamentare si sottopone al mercato un questionario (vd. *infra* e par. IV del Documento di consultazione). I dati e le informazioni che emergeranno dalle risposte verranno presi in considerazione per eventuali approfondimenti dell'analisi.

## Appendice I – Questionario

- Q8)** Ritenete opportuno che il problema dell'utilizzo degli strumenti derivati a fini elusivi della disciplina OPA sia affrontato attraverso l'estensione della nozione di partecipazione ai sensi dell'art. 105, comma 2, del TUF?
- Q9)** Quali sono le principali componenti di costo che andrebbero verificate per valutare l'opzione di intervento regolamentare delineata per gli strumenti finanziari derivati?
- Q10)** Condividete l'estensione della fattispecie ex art. 105, comma 2, TUF a tutti i derivati includendo anche quelli con regolamento in contanti e quelli con struttura di *payoff* asimmetrica?
- Q11)** Ritenete opportuno ipotizzare modalità ulteriori di estensione della fattispecie ex art. 105 comma 2 rispetto a quelle prospettate? Se sì, quali opzioni suggerite?
- Q12)** Ritenete opportuno il meccanismo proposto per il calcolo del prezzo dell'OPA in presenza di strumenti derivati?
- Q13)** Ritenete corretto calcolare la posizione lunga facendo riferimento anche per le opzioni al nozionale ovvero ritenete preferibile ponderare le azioni opzionate per il delta?
- Q14)** Condividete l'esenzione per le posizioni lunghe derivanti da clausole di patti parasociali, in considerazione del contenuto e delle finalità? Se sì, con quali motivazioni?
- Q15)** Condividete l'esenzione c.d. "*client serving*"? Se sì, con quali motivazioni?
- Q16)** Ritenete opportune esenzioni ulteriori rispetto a quelle qui previste?