

## EXECUTIVE SUMMARY

### **Regolamento emittenti - Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio**

La disciplina in materia di opa è stata oggetto negli ultimi anni di diversi interventi legislativi che hanno in primo luogo recepito la Direttiva comunitaria del 2004 (decreto legislativo 19 novembre 2007) e successivamente, con una serie di interventi che sono arrivati fino al settembre 2009, hanno introdotto alcune importanti modifiche, in particolare in materia di passivity rule, azione di concerto e rilevanza degli strumenti derivati per l'obbligo di lanciare un'opa.

Considerata la complessità delle modifiche legislative intervenute e il carattere fortemente innovativo di alcune di esse, la Consob ha ritenuto opportuno effettuare una revisione complessiva della regolamentazione delle opa, anche alla luce delle questioni emerse nell'esperienza applicativa della vigente disciplina nonché dell'analisi comparata degli ordinamenti dei principali Paesi in materia.

La revisione della disciplina ha inteso in primo luogo assicurare agli azionisti di minoranza un più ampio grado di tutela nel corso di operazioni che determinano mutamenti nell'assetto di controllo della società.

In questo quadro sono state introdotte specifiche misure per le offerte promosse dagli azionisti di controllo o dagli amministratori della società target: da un lato, si prevede l'obbligo della riapertura del periodo d'offerta in caso di successo della stessa, al fine di limitare il rischio che gli azionisti aderiscano all'offerta pur non reputando congruo il prezzo, nel timore di rimanere in possesso di titoli destinati a deprezzarsi; dall'altro si richiede che nel comunicato dell'emittente sulla convenienza dell'offerta sia inserito un parere separato dei soli amministratori indipendenti al fine di rafforzare il valore informativo e l'obiettività del comunicato stesso.

Sono state anche ampliate le regole di trasparenza informativa e correttezza in corso d'opa, includendovi l'operatività sui derivati con regolamento in contanti ed estendendo l'operatività della best price rule nei sei mesi successivi alla chiusura dell'offerta. In attuazione di una specifica delega legislativa, è stata inoltre estesa la nozione di partecipazione rilevante per l'obbligo di opa includendovi gli strumenti derivati che consentono di detenere posizioni lunghe sui titoli, in considerazione dei rischi di elusioni mediante tali strumenti, evidenziate anche da recenti casi internazionali.

Infine, è stato aumentato il coinvolgimento degli azionisti di minoranza nella disciplina delle esenzioni dall'applicazione della disciplina dell'opa obbligatoria, prevedendo che sia necessaria l'approvazione da parte della maggioranza degli independent shareholders nei casi di salvataggio diversi da alcune specifiche fattispecie di crisi conclamata e nei casi di fusione.

Un secondo insieme di modifiche regolamentari è stato guidato dall'obiettivo di favorire una maggiore dinamicità del mercato del controllo societario e di eliminare profili di incertezza interpretativa che possano costituire un freno all'attivismo di offerenti e investitori.

La durata minima delle offerte preventive volte al raggiungimento del controllo è stata ridotta da 25 a 15 giorni, in considerazione del fatto che la lunghezza del periodo d'offerta può sbilanciare la competizione tra potenziali offerenti a sfavore del promotore iniziale, che sostiene interamente i costi di "scoperta" dell'opportunità di scalata. In tema di offerte concorrenti, le modifiche normative sono volte a ridurre le asimmetrie informative tra gli offerenti (prevedendo l'obbligo per l'emittente che fornisca informazioni a uno degli offerenti di comunicare tempestivamente le medesime informazioni a tutti gli altri offerenti) e i vincoli sulla determinazione degli elementi fondamentali dell'offerta (eliminando l'obbligo di offrire un corrispettivo superiore a quello dell'offerta originaria).

Nel dare attuazione alle deleghe legislative in materia di "correzione" del prezzo dell'opa obbligatoria e nella determinazione del prezzo in caso di sell-out e squeeze-out si è scelto di limitare il grado di discrezionalità della Consob, attribuendo maggiore rilevanza ai prezzi di mercato.

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: (a) i casi in cui, salvo prova contraria, si presume che alcuni soggetti agiscano di concerto (ad esempio in casi di strette relazioni familiari o di consulenza); (b) i casi di cooperazione tra azionisti volta all'esercizio dei diritti delle minoranze e alla partecipazione attiva alla governance delle imprese, che non configurano azione di concerto.

Nel definire le modifiche regolamentari proposte la Consob ha perseguito anche l'obiettivo di temperare gli oneri della regolamentazione. Alcune misure rispondono specificatamente all'obiettivo di ridurre i costi di compliance in capo agli operatori, ad esempio in materia di costituzione di garanzie da parte dell'offerente e nei casi di offerte pubbliche transfrontaliere, in particolare su titoli di debito. Le modifiche proposte allineano la disciplina nazionale alle prassi prevalenti in sede internazionale anche attraverso la previsione che consente l'applicabilità della disciplina delle offerte al pubblico di vendita o sottoscrizione alle offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto titoli di debito, superando gli ostacoli attualmente presenti ad una effettiva parità di trattamento degli investitori italiani rispetto a quelli esteri.