

## Consob vara il nuovo regolamento in tema di OPA

A seguito del recepimento in Italia della Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto (la "**Direttiva OPA**"), Consob ha varato una nuova regolamentazione secondaria volta, da un lato, a dare attuazione alle deleghe previste in materia dal Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (il "**TUF**") e, dall'altro, a rendere coerente il proprio Regolamento 11971 del 14 maggio 1999 (il "**Regolamento Emittenti**") con le novellate previsioni legislative.

L'intervento regolamentare di Consob, adottato a seguito di una duplice fase di consultazione con il mercato e animato dai dichiarati obiettivi di rafforzamento della tutela degli azionisti di minoranza e di miglioramento dell'efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario, ha costituito, peraltro, l'occasione per affrontare anche questioni emerse nell'esperienza applicativa della disciplina sulle OPA, per tener conto dell'analisi comparata della regolamentazione vigente in materia nei principali paesi europei.

In considerazione dell'ampiezza dell'intervento, nonché del carattere di assoluta novità di numerose previsioni, al fine di consentire un graduale adeguamento alle nuove disposizioni è stato previsto un regime transitorio che ne prevede un'entrata in vigore in diverse fasi.

Di seguito una sintetica disamina delle novità introdotte di maggior rilievo.

### Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie

#### *Inclusione degli strumenti finanziari derivati nel computo della partecipazione rilevante per l'OPA obbligatoria*

In attuazione della delega prevista al comma 3-bis dell'art. 105 del TUF, secondo la quale Consob è chiamata a stabilire con regolamento i casi e le modalità con cui gli strumenti finanziari derivati detenuti debbono essere computati nel calcolo della partecipazione (pari al 30%, ovvero al 5% nel caso dell'OPA da consolidamento) rilevante ai fini dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica acquisto (le "**Partecipazioni OPA**"), l'Autorità ha ritenuto debbano essere inclusi tutti gli strumenti finanziari, detenuti anche indirettamente, che conferiscono una cd. "posizione lunga" sul titolo sottostante (che viene definita dalla medesima autorità come la posizione finanziaria in cui il contraente ha un interesse economico positivamente correlato all'andamento del sottostante).

Ai fini del calcolo della partecipazione rilevante, si terrà conto del numero totale di titoli sottostanti al contratto derivato ovvero, qualora tale numero di titoli sia variabile, si farà riferimento al quantitativo massimo previsto dallo strumento finanziario.

Tale scelta regolamentare, criticata durante la fase di consultazione per l'ampiezza dell'ambito applicativo, è stata comunque mantenuta in sede di redazione finale del nuovo Regolamento Emittenti. Tuttavia l'Autorità ha, da un lato, preannunciato la propria intenzione di rendere tale disciplina complementare a quella della trasparenza sulle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120 del TUF (e, pertanto, di avviare al più presto una consultazione con il mercato su tale tematica) e, dall'altro, ne ha parzialmente mitigato la portata tramite la previsione di alcune eccezioni alla regola generale.

#### In evidenza

**Inclusione degli strumenti finanziari derivati nell'OPA obbligatoria**

**Nuova disciplina sulle azioni proprie**

**Casi di presunzione relativa di concerto e ipotesi di non concerto**

**Nuovo regime delle esenzioni**

**Riapertura dei termini dell'offerta**

**Novità in tema di best price rule**

**Riconoscimento dei documenti di offerta approvati all'estero**

Per maggiori dettagli sugli argomenti trattati in questa pubblicazione, potete contattare i seguenti referenti:

**Avv. Alberta Figari,**  
Partner – Corporate M&A

**Avv. Umberto Penco Salvi,**  
Partner – Corporate M&A

**Avv. Paolo Sersale,**  
Partner – Corporate M&A

**Avv. Sabrina Borocci,**  
Senior Associate – Corporate M&A

**Avv. Valentina Russo,**  
Responsabile K&I – Corporate M&A

**Avv. Prof. Carlo Felice Giampaolino,**  
Partner e Professore Ordinario di Diritto Commerciale, Università di Roma "Tor Vergata"

Clifford Chance Studio Legale Associato,  
Piazzetta M.Bossi, 3, 20121 Milano,  
Tel: +39 02 80634 1

Via di Villa Sacchetti, 11, 00197, Roma  
Tel: +39 06 422 91 1

[www.cliffordchance.com](http://www.cliffordchance.com)

In particolare, Consob ha stabilito che vengano esclusi dal computo delle Partecipazioni OPA quegli strumenti finanziari derivati che conferiscano una cd "posizione lunga" sul titolo sottostante qualora:

- siano negoziati sui mercati regolamentati;
- abbiano come sottostante titoli di futura emissione;
- siano oggetto di pattuizioni contenute in accordi parasociali finalizzate alla risoluzione di eventuali situazioni di stallo decisionali ovvero previste per i casi di inadempimento di clausole del patto;
- siano detenuti da un soggetto abilitato ai fini di copertura delle posizioni di un cliente;
- siano compensati da strumenti finanziari derivati che conferiscono una cd "posizione corta" sul sottostante, purchè della stessa tipologia e aventi la medesima controparte e condizioni equivalenti.

L'inclusione degli strumenti finanziari derivati nel calcolo delle Partecipazioni OPA ha comportato, inoltre, la necessità di una regola *ad hoc* ai fini della determinazione del prezzo dell'OPA obbligatoria qualora l'obbligo del lancio di un'offerta sia conseguenza dell'acquisto di uno strumento derivato: in tal caso, si prenderà in considerazione la somma del prezzo di riferimento contrattualmente attribuito ai titoli sottostanti lo strumento finanziario e degli importi corrisposti o ricevuti per l'acquisto della c.d. "posizione lunga".

#### Azioni proprie

Le previsioni in materia sono volte a determinare la rilevanza delle azioni proprie ai fini del calcolo delle Partecipazioni OPA con l'obiettivo di contemperare due contrapposte esigenze: da un lato, evitare che tali azioni siano utilizzate come strumento elusivo della disciplina dell'OPA obbligatoria e, dall'altro, consentire alla società un utilizzo "legittimo" delle stesse, e cioè di poter ricorrere all'acquisto di azioni proprie quando ciò sia nell'interesse della società e dei soci.

Nella nuova norma regolamentare vengono trattati e disciplinati diversamente: 1) il caso di acquisto da parte del socio di una partecipazione in una società che già detenga azioni proprie e 2) il caso di acquisto di azioni proprie da parte della società a seguito del quale uno o più soci possano superare le Partecipazioni OPA.

Nel primo caso, viene previsto che le azioni proprie detenute dall'emittente, anche indirettamente, sono escluse dal capitale sociale su cui si calcola la Partecipazione OPA, ad eccezione delle azioni proprie acquistate:

- per effetto di operazioni poste in essere secondo le modalità indicate da Consob con delibera n. 16839 del 19 marzo 2009 (con la quale sono state individuate le prassi di mercato ammesse da Consob ai fini dell'esenzione dalla violazione della normativa in tema di abusi di mercato), limitatamente tuttavia alla prassi relativa alla conservazione e disposizione dei titoli per l'impiego come corrispettivo in operazioni straordinarie, anche di scambio di partecipazioni, già deliberate (e con esclusione, pertanto, della prassi relativa all'attività di sostegno della liquidità che normalmente dovrebbe determinare il mantenimento delle posizioni sui titoli per periodi di brevissima durata);
- per l'adempimento di obbligazioni derivanti da piani di compenso approvati ai sensi dell'articolo 114-bis del TUF.

Nel secondo caso, invece, è previsto che le azioni proprie vengano incluse nel capitale sociale sul quale viene calcolata la Partecipazione OPA solo se il superamento delle soglie consegua ad acquisti di azioni proprie effettuati, anche indirettamente, da parte della società in esecuzione di una delibera approvata con il meccanismo del c.d. *whitewash*, e cioè, fermo il rispetto delle normali maggioranze di legge, anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci diversi dal socio o da soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purchè superiore al 10%.

Al fine di consentire l'espressione di un voto assolutamente consapevole sul punto, la relazione sulle materie all'ordine del giorno dovrà contenere informazioni dettagliate circa l'efficacia esimente dall'obbligo di offerta derivante dall'approvazione della delibera secondo le modalità indicate.

Con riferimento, infine, al calcolo della partecipazione rilevante ai fini dell'obbligo di acquisto ex art. 108 del TUF, si è preferito optare per un criterio diverso in considerazione della finalità perseguita in tal caso, e cioè quella di garantire la regolarità delle negoziazioni sul mercato. È pertanto previsto che in tal caso le azioni proprie non vengano escluse dal capitale sociale ma che le stesse siano sommate alla partecipazione rilevante ai fini del calcolo delle soglie previste dagli articoli 108 e 111 del TUF.

#### Azione di concerto

A seguito di uno degli ultimi interventi normativi del Governo italiano sulla disciplina dell'OPA contenuta nel TUF, importanti modifiche erano già state apportate alle previsioni relative all'OPA da concerto. In particolare, era stata in primo luogo introdotta, al comma 4 dell'art. 101-bis del TUF, una definizione generale di "persone che agiscono di concerto" (intendendosi per tali 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 scambio). In secondo luogo, erano state confermate le presunzioni assolute di concerto già previste in passato nel nostro ordinamento, e cioè le ipotesi in cui si presume che determinati soggetti agiscano in concerto senza possibilità di prova contraria (gli aderenti ad un patto, anche nullo; un soggetto, il suo controllante, e le società da esso controllate; le società sottoposte a comune controllo; e una società ed i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza o direttori generali).

Tuttavia, per ovviare al rischio di una eccessiva rigidità in sede applicativa, sono state introdotte, da un lato, ipotesi di presunzioni relative, vale a dire ipotesi in cui si presume che i soggetti coinvolti siano persone che agiscono di concerto sulla base della definizione generale contenuta nel comma 4, salvo che tali soggetti provino la non ricorrenza delle condizioni di cui al medesimo comma. Dall'altro, è stata prevista la possibilità di escludere il concerto qualora, pur non potendosi escludere una cooperazione tra più soggetti, tale cooperazione non persegua alcuna delle finalità indicate al comma 4.

L'individuazione concreta delle ipotesi sopra menzionate è stata demandata al potere regolamentare di Consob.

Sulla base della summenzionata delega, Consob ha pertanto provveduto ad individuare, in primo luogo, i casi di presunzioni relative di concerto, vale a dire i casi in cui si presume che i soggetti cooperino tra loro, salva la prova contraria. Si tratta, in particolare, di:

(a) un soggetto e il coniuge, il convivente, gli affini e i parenti in linea retta e in linea collaterale entro il secondo grado nonché i figli del coniuge e del convivente;

(b) un soggetto e i suoi consulenti finanziari per operazioni relative all'emittente, ove tali consulenti o società appartenenti al loro gruppo, dopo il conferimento dell'incarico o nel mese precedente, abbiano effettuato acquisti di titoli dell'emittente al di fuori dell'attività di negoziazione per conto proprio effettuata secondo l'ordinaria operatività e a condizioni di mercato. Come chiarito da Consob in relazione a tale ultima presunzione, rientrano nel relativo ambito applicativo gli acquisti imputati nel portafoglio partecipazioni dell'intermediario e quelli effettuati nell'ambito dell'attività di negoziazione per conto proprio e connotati da elementi di anomalia (ad esempio, non a condizioni di mercato e/o per volumi diversi dall'ordinaria attività su quel determinato titolo).

Per quanto riguarda invece i casi di cooperazione tra azionisti che esulano dalla fattispecie del concerto, si annoverano:

(a) il coordinamento tra azionisti al fine di esercitare le azioni e i diritti attribuiti alle minoranze dal codice civile e dal TUF;

(b) gli accordi per la presentazione di liste per l'elezione degli organi sociali, sempreché tali liste candidino un numero di soggetti inferiore alla metà dei componenti da eleggere ovvero siano programmaticamente preordinate all'elezione di rappresentanti della minoranza;

(c) la cooperazione tra azionisti per contrastare l'approvazione di una delibera di assemblea straordinaria o ordinaria avente ad oggetto: 1) i compensi dei componenti degli organi sociali, le politiche di remunerazione o i piani di compensi basati su strumenti finanziari; 2) operazioni con parti correlate; 3) autorizzazioni ai sensi dell'articolo 2390 del codice civile (per lo svolgimento di un'attività concorrente o l'assunzione della qualità di soci illimitatamente responsabili in società concorrenti da parte degli amministratori) o dell'articolo 104 del TUF (per l'attuazione di misure difensive in caso di lancio di un'OPA ostile);

(d) la cooperazione tra azionisti per: 1) favorire l'approvazione di una delibera assembleare avente ad oggetto la responsabilità dei componenti degli organi sociali o di una proposta all'ordine del giorno; 2) far confluire voti su una lista che candidi un numero di soggetti inferiore alla metà dei componenti da eleggere o sia programmaticamente preordinata all'elezione di rappresentanti della minoranza, anche tramite la sollecitazione di deleghe di voto finalizzata alla votazione di tale lista.

Tra i casi di presunzioni relative di concerto non figura più la presentazione di una lista volta ad eleggere la maggioranza degli organi sociali, espunta a seguito delle numerose critiche avanzate in fase di consultazione, fondate principalmente sull'argomento che tale presunzione non consente di fornire una prova contraria, operando a prescindere dall'effettiva nomina della maggioranza dei componenti. Consob ha tuttavia chiarito che tale fattispecie potrà comunque continuare a costituire indizio utile ai fini dell'accertamento di un'azione di concerto.

### *Regime delle esenzioni*

L'obiettivo primario della tutela degli azionisti di minoranza ha giocato un ruolo fondamentale nella costruzione del rinnovato regime delle esenzioni dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto, tramite la previsione di un diretto coinvolgimento di tali azionisti - mediante l'utilizzo dei meccanismi deliberativi denominati di *whitewash*.

Con riferimento alle ipotesi di esenzione legate a operazioni di salvataggio di società in crisi, il Regolamento prevede tre nuove e distinte ipotesi.

Nella prima fattispecie confluiscono i casi di crisi "conclamata" individuati dall'Autorità (i) nell'ammissione a una procedura concorsuale prevista dal R.D. 267/1942 o da altre leggi speciali; (ii) nell'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i debitori, ai sensi dell'articolo 182-bis del medesimo R.D., reso noto al mercato; o (iii) nelle richieste formulate da un'Autorità di vigilanza prudenziale al fine di prevenire il ricorso all'amministrazione straordinaria o alla liquidazione coatta amministrativa ai sensi del TUF, del d.lgs. 385/1993, del d.lgs. 209/2005. In tal caso, ai fini dell'applicazione dell'esenzione, è sufficiente che all'acquisto potenzialmente rilevante si accompagni una ricapitalizzazione della società o altro intervento di rafforzamento patrimoniale.

Nella seconda fattispecie confluisce l'acquisto che sarebbe stato altrimenti rilevante ai fini dell'obbligo del lancio dell'offerta pubblica di acquisto qualora compiuto 1) in assenza di altri acquisti effettuati o pattuiti nei dodici mesi precedenti e 2) tramite la sottoscrizione di un aumento di capitale della società quotata, con esclusione del diritto di opzione, idoneo a consentire, anche attraverso una ristrutturazione del debito, il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria, posto in essere in esecuzione di un piano di risanamento: (i) che sia reso noto al mercato; (ii) che attesti l'esistenza di una situazione di crisi; (iii) la cui ragionevolezza sia certificata da un professionista ai sensi dell'articolo 67, comma 3, lettera d), del R.D. n. R.D. 267/1942.

Infine, in tutte le ipotesi di crisi diverse da quelle sopra menzionate, l'esenzione è applicabile sulla base del meccanismo di *whitewash* qualora, in caso di operazione di competenza dell'assemblea degli azionisti (ovvero soggetta ad autorizzazione da parte di questa), la relativa delibera sia approvata, oltre che con le normali maggioranze di legge, anche senza il voto contrario della maggioranza dei soci diversi dall'acquirente, dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza anche relativa, purchè superiore al 10%. Qualora l'operazione non sia oggetto di delibera assembleare e, pertanto, il meccanismo del *whitewash* con voto in assemblea non sia nella pratica realizzabile, l'operazione dovrà comunque essere approvata con il voto favorevole della maggioranza dei soci diversi dall'acquirente, dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza anche relativa, tramite una dichiarazione contenuta su apposita scheda predisposta e messa a disposizione dalla società.

Con riferimento all'ipotesi di esenzione legata ad operazioni di fusione e scissione, non è più richiesto che tali operazioni vengano approvate in base ad effettive e motivate esigenze industriali, ma viene invece richiesto che la relativa delibera assembleare sia approvata, oltre che con le normali maggioranze di legge, senza il voto contrario della maggioranza dei soci diversi dal socio che acquista la partecipazione superiore alla soglia rilevante e dal socio o dai soci che detengono, anche di concerto tra loro, la partecipazione di maggioranza anche relativa, purchè superiore al 10%. Al fine di tenere nella dovuta considerazione le numerose critiche avanzate, in fase di consultazione, al meccanismo di *whitewash* e alla possibilità di tale meccanismo di attribuire un peso eccessivo a minoranze non qualificate, è stata inserita la previsione – applicabile tuttavia solo all'esenzione in commento e non anche all'esenzione relativa alle operazioni di salvataggio – secondo la quale gli statuti possono prevedere che, ai fini di tale approvazione, la maggioranza di soci contrari precluda l'esenzione solo ove rappresenti almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto presente in assemblea, comunque non superiore al 7,5 per cento (secondo un meccanismo già adottato dall'Autorità nella nuova regolamentazione in materia di operazioni con parti correlate).

In tutte le ipotesi in cui trova applicazione il meccanismo del *whitewash*, le relazioni sulle materie all'ordine del giorno dovranno contenere informazioni dettagliate circa l'efficacia esimente dall'obbligo di offerta derivante dall'approvazione dell'operazione secondo le modalità del *whitewash* ovvero dal mancato raggiungimento della soglia minima prevista dallo statuto (ove applicabile). Qualora si tratti di esenzione per salvataggio e l'operazione non sia oggetto di delibera assembleare, le medesime informazioni dovranno essere fornite dall'organo amministrativo della società e messe a disposizione unitamente alla scheda per la votazione, nonché pubblicate sul sito internet della società.

In tema di esenzioni, vanno inoltre segnalate le modifiche all'esenzione relativa alle operazioni a carattere temporaneo: in primo luogo, la soglia di tolleranza del 3% viene mantenuta con riferimento all'OPA ex art. 106, comma 1 (e, pertanto, con riferimento al superamento della soglia del 30%), mentre viene introdotta un'ulteriore soglia, pari all'1%, nel caso di obbligo di OPA da consolidamento (ex art. 106, comma 3, lett. b), purchè, in entrambi i casi, l'acquirente si impegni a cedere a parti non correlate i titoli in eccedenza entro 12 mesi e a non esercitare i relativi diritti di voto. Viene inoltre introdotta la previsione secondo la quale, qualora a superare una delle soglie previste per le Partecipazioni OPA sia un soggetto abilitato al servizio di investimento di sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, il quale abbia assunto garanzia nell'ambito di un aumento di capitale ovvero di un'operazione di collocamento titoli, i limiti quantitativi menzionati non trovano applicazione e il termine per la cessione delle azioni in eccedenza è pari a diciotto mesi, fermo comunque l'impegno a non esercitare i relativi diritti di voto.

Viene infine introdotta una nuova ipotesi di esenzione per operazioni a carattere temporaneo, qualora le Partecipazioni OPA vengano superate per effetto dell'acquisto di strumenti finanziari derivati e l'acquirente si impegni a cedere a parti non correlate i derivati o i titoli in eccedenza entro sei mesi e a non esercitare, nel medesimo periodo, diritti di voto in misura superiore alla soglia superata.

[Correzione del prezzo dell'OPA obbligatoria](#)

L'art. 106, comma 3, del TUF, ha attribuito a Consob il potere di disciplinare meccanismi correttivi del prezzo dell'OPA obbligatoria in determinate circostanze, aumentandolo o diminuendola rispetto al prezzo che deriverebbe dall'applicazione dei criteri previsti dall'art. 106, comma 2 (il prezzo più elevato pagato dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto nei 12 mesi anteriori alla comunicazione dell'offerta, ovvero, in mancanza di acquisti in tale periodo temporale, un prezzo non inferiore alla media ponderata di mercato degli ultimi 12 mesi o del minor periodo disponibile).

In particolare, Consob ha il potere di disciplinare le ipotesi in cui l'offerta è promossa:

(A) ad un prezzo inferiore a quello più elevato pagato, purché ricorra una delle seguenti circostanze: 1) i prezzi di mercato siano stati influenzati da eventi eccezionali o vi sia il fondato sospetto che siano stati oggetto di manipolazione; ovvero 2) il prezzo più elevato pagato dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto sia il prezzo di operazioni di compravendita sui titoli oggetto dell'offerta effettuate a condizioni di mercato e nell'ambito della gestione ordinaria della propria attività caratteristica ovvero sia il prezzo di operazioni di compravendita che avrebbero beneficiato di una delle esenzioni dal lancio di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria;

(B) ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato purché 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) vi sia il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione.

Nel dare attuazione a tale delega legislativa, l'intento di Consob è stato quello di limitare il proprio potere discrezionale nelle valutazioni da compiere, al fine di non introdurre elementi distorsivi nel comportamento di investitori e offerenti, quali l'aspettativa di un diverso corrispettivo di offerta.

In relazione alla situazione sub (A)(1), Consob ha stabilito che il prezzo dell'offerta rettificato in diminuzione coincide con il maggiore tra: il prezzo più elevato pagato per acquisti di titoli della medesima categoria dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo, nel periodo dei dodici mesi anteriori alla comunicazione dell'offerta ai sensi dell'art. 102 del TUF, non influenzato dall'evento stesso o dalla condotta manipolativa; e il prezzo medio ponderato di mercato riferito ad un periodo corrispondente ai quindici giorni antecedenti e ai quindici successivi al verificarsi dell'evento eccezionale/condotta manipolativa, con esclusione dei prezzi di mercato relativi alle sedute influenzate dall'evento/dalla condotta.

In relazione alla situazione sub (A)(2), viene stabilito che il prezzo di offerta verrà determinato da Consob senza tener conto del prezzo più alto pagato dall'offerente, qualora tale prezzo più elevato sia il prezzo di operazioni di compravendita: a) effettuate a condizioni di mercato, nell'ambito dell'attività di negoziazione per conto proprio, per un quantitativo complessivamente non superiore allo 0,5% della categoria dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta; b) che hanno beneficiato dell'esenzione dall'obbligo di lanciare un'offerta obbligatoria in quanto legate ad operazioni di salvataggio di società in crisi o di fusioni e scissioni (articolo 49, comma 1, lettere b) e f)) o che avrebbero potuto beneficiare dell'esenzione di cui all'articolo 49, comma 1, lettera b), numero 1 (e cioè operazioni che avrebbe potuto beneficiare con certezza dell'esenzione in quanto rientranti nell'esenzione da salvataggio per i casi di crisi conclamata, che non prevede meccanismi di *whitewash*).

Per quanto riguarda la determinazione di un prezzo più elevato, nella situazione sub (B)(1), il prezzo dell'offerta è quello effettivamente pattuito per l'acquisto dei titoli. Nella situazione sub (B)(2), il prezzo dell'offerta è pari a quello accertato dalla collusione. Infine, nella situazione sub (B)(3), il prezzo dell'offerta rettificato in aumento da Consob coincide con il prezzo medio ponderato di mercato riferito ad un periodo corrispondente ai quindici giorni antecedenti e ai quindici successivi al verificarsi della condotta manipolativa, con esclusione dei prezzi di mercato relativi alle sedute influenzate dalla condotta stessa.

### *Sell out e squeeze out*

Il medesimo intento che ha ispirato la Commissione nella redazione delle previsioni volte a correggere il prezzo dell'OPA obbligatoria è rinvenibile anche nelle previsioni che disciplinano la determinazione del prezzo nel caso di esercizio del *sell out* e dello *squeeze out*.

Al di fuori delle ipotesi previste direttamente dalla legge in cui viene stabilito che il prezzo per il *sell out* e lo *squeeze out* è lo stesso di quello dell'offerta precedente, tale meccanismo di equiparazione al prezzo dell'offerta precedente è esteso in via regolamentare da Consob anche ad ulteriori ipotesi, e cioè quando l'obbligo di acquisto sia sorto a seguito di un'offerta pubblica volontaria:

a) promossa ai sensi dell'articolo 107 del TUF (e cioè un'offerta preventiva non totalitaria);

b) totalitaria promossa ai sensi dell'articolo 40-bis, comma 3, lettera d) (cioè un'offerta per la quale sarebbe in linea di principio imposto l'obbligo della riapertura dei termini dell'offerta, ma che viene esentata da tale obbligo in quanto l'offerente ha condizionato irrinunciabilmente l'efficacia dell'offerta all'approvazione da parte di coloro che detengono la



maggioranza dei titoli portati in adesione e l'offerta ha ricevuto l'approvazione prevista su apposita sezione della scheda di adesione – si veda infra "Offerte promosse da *insiders*") ovvero volontariamente assoggettata dall'offerente a tale disciplina qualora l'offerta abbia ricevuto l'approvazione da parte di coloro che detengono la maggioranza dei titoli portati in adesione;

c) totalitaria soggetta alla disciplina di riapertura dei termini di cui all'articolo 40-bis, comma 1, ovvero volontariamente assoggettata dall'offerente a tale disciplina, sempreché, in entrambi i casi, ad essa sia stato conferito nella prima fase di durata dell'offerta almeno il 50% dei titoli che ne costituivano oggetto.

Il criterio del prezzo dell'offerta precedente ovviamente troverà applicazione anche nel caso in cui la precedente offerta sia stata un'offerta di scambio ovvero di acquisto e scambio, rimanendo in tal caso invariata (oltre che la misura del corrispettivo) la forma del corrispettivo e la proporzione fra titoli e contanti.

Nei casi in cui l'obbligo di acquisto sia sorto a seguito di un'offerta pubblica non rientrante in nessuna delle ipotesi sopra menzionate, Consob determinerà il corrispettivo dell'obbligo di acquisto tenendo conto: a) del corrispettivo dell'offerta precedente, anche alla luce della percentuale di adesioni; b) del prezzo medio ponderato di mercato dei titoli oggetto dell'offerta nel semestre antecedente alla comunicazione dell'offerta; c) del valore attribuito ai titoli o all'emittente da rapporti valutativi eventualmente esistenti, predisposti non oltre sei mesi prima del sorgere dell'obbligo di acquisto, da esperti indipendenti, secondo criteri generalmente utilizzati nell'analisi finanziaria; d) di eventuali altri acquisti di titoli della medesima categoria nel corso degli ultimi dodici mesi da parte del soggetto tenuto all'obbligo di acquisto o da soggetti operanti di concerto con lui.

Nel caso in cui la precedente offerta prevedesse un corrispettivo rappresentato in tutto o in parte da titoli, il corrispettivo assumerà la stessa forma dell'offerta precedente, ma il valore di tale corrispettivo e, pertanto, la proporzione tra titoli e corrispettivo in denaro verrà determinata valorizzando in primo luogo i titoli offerti in scambio sulla base della media ponderata dei prezzi ufficiali rilevati nei 5 giorni precedenti la data di pagamento dell'offerta. Nel caso in cui i titoli offerti in scambio non siano quotati, ai medesimi fini si applicherà la valutazione indicata dall'offerente in occasione della precedente offerta. La proporzione fra titoli e corrispettivo in denaro verrà stabilita, a partire dal valore così determinato in termini monetari, sulla base della media dei prezzi ufficiali giornalieri dei titoli offerti in scambio, ponderati per i quantitativi negoziati, rilevati sul mercato nel mese precedente la determinazione del corrispettivo da parte di Consob. Nel caso in cui i titoli offerti in scambio non siano quotati, ai medesimi fini si applicherà la valutazione indicata dall'offerente in occasione della precedente offerta.

Infine, nei casi in cui l'obbligo di acquisto non sia sorto a seguito di una precedente offerta pubblica, il corrispettivo è stabilito da Consob sulla base del più alto tra: i) il prezzo più elevato previsto per l'acquisto di titoli della medesima categoria nel corso degli ultimi dodici mesi da parte del soggetto tenuto all'obbligo di acquisto o da soggetti operanti di concerto con lui; e ii) il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi sei mesi prima del sorgere dell'obbligo di acquisto.

### Offerte promosse da *insiders*

#### Riapertura dei termini dell'offerta

La medesima finalità di tutela delle minoranze ha ispirato anche le nuove previsioni regolamentari volte a limitare la c.d. *pressure to tender*, e cioè quella condizione in cui versano gli azionisti destinatari di un'offerta i quali, pur non reputando congruo il prezzo, vi aderiscono comunque nel timore di rimanere in possesso di titoli destinati a deprezzarsi a seguito della chiusura dell'offerta. Le dettagliate analisi condotte sul tema dall'Autorità hanno condotto la stessa a ritenere che un fenomeno di tal genere, seppur connotato a qualsiasi tipo di offerta, necessiti di maggiori tutele in caso di offerte promosse da soggetti qualificabili come *insiders* (soggetti che detengono, direttamente o indirettamente, una soglia superiore al 30% del capitale con diritto di voto, aderenti ad un patto parasociale che detengono una partecipazione complessiva superiore alla menzionata soglia, amministratori dell'emittente, persone che agiscono di concerto con i soggetti citati), trattandosi di casi dove maggiori sono le potenziali asimmetrie informative tra offerenti e azionisti di minoranza e i rischi di conflitto di interesse in capo all'organo amministrativo.

Il correttivo pensato da Consob al fine di limitare il fenomeno della *pressure to tender* nelle offerte promosse da *insiders* è la riapertura dei termini dell'offerta. In particolare, viene previsto che l'offerta promossa da *insiders* venga riaperta, entro il giorno successivo alla data di pagamento, per un periodo di ulteriori cinque giorni, qualora si tratti di:

(a) offerte condizionate all'acquisizione di una determinata percentuale del capitale sociale dell'emittente e l'offerente comunichi il verificarsi della, ovvero la rinuncia alla, condizione;

(b) offerte non condizionate, qualora l'offerente comunichi di (i) aver raggiunto una partecipazione superiore alla metà ovvero, qualora la partecipazione iniziale dell'offerente fosse già superiore alla metà e inferiore ai due terzi, ai due terzi del capitale; ovvero (ii) avere acquistato almeno la metà dei titoli oggetto dell'offerta.

La riapertura dei termini viene invece esclusa:

1. quando l'avveramento o la rinuncia alla condizione nelle offerte condizionate ovvero l'avveramento di una delle presunzioni di successo sub (b) (i) o (ii) siano avvenuti almeno cinque giorni prima del periodo di adesione;
2. qualora l'offerente, al termine del periodo di adesione, abbia superato la soglia del 90% e stia per procedere all'adempimento dell'obbligo di acquisto;
3. in caso di offerte preventive parziali promosse ai sensi dell'articolo 107 del TUF;
4. in presenza di offerte concorrenti;
5. nel caso di offerte aventi ad oggetto titoli emessi da società cooperative;
6. in caso di offerte diverse da quelle obbligatorie, per le quali sarebbe in linea di principio imposto l'obbligo della riapertura, qualora (i) l'offerente abbia condizionato irrinunciabilmente l'efficacia dell'offerta all'approvazione da parte di coloro che detengono la maggioranza dei titoli che sono portati in adesione all'offerta, senza tener conto delle approvazioni da parte di coloro che agiscono di concerto con l'offerente; e (ii) l'offerta riceva l'approvazione prevista su apposita sezione della scheda di adesione. In tale ipotesi, l'adesione all'offerta sarà considerata equivalente a una dichiarazione di approvazione se non accompagnata da una contraria manifestazione espressa di volontà.

Tale ultima previsione, in particolare, è stata introdotta in accoglimento della principale critica mossa alla nuova disciplina durante la fase della consultazione, e cioè il timore che l'apertura di un secondo round - sebbene eventuale - avrebbe potuto finire con l'incentivare l'inerzia degli investitori anche qualora favorevoli all'offerta; è stato pertanto previsto il ricorso al meccanismo del referendum quale possibilità di *opt out* dal regime della riapertura dei termini.

#### *Parere degli amministratori indipendenti*

Un'ulteriore tutela a favore degli azionisti di minoranza prevista da Consob nelle offerte promosse da *insiders* è la previsione di un parere *ad hoc* da parte degli amministratori indipendenti, preventivo e funzionale alla seduta del consiglio di amministrazione chiamato a valutare la convenienza dell'offerta. In particolare, prima dell'approvazione del comunicato dell'emittente, gli amministratori indipendenti che non siano parti correlate dell'offerente devono redigere un parere motivato contenente le loro valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo, potendosi anche avvalere, a tal fine e a spese dell'emittente, dell'ausilio di un esperto indipendente. Qualora l'organo amministrativo faccia proprie le valutazioni degli amministratori indipendenti, queste saranno contenute nel testo del comunicato dell'emittente; in caso contrario, il parere degli amministratori indipendenti dovrà essere oggetto di comunicazione separata in allegato al comunicato dell'emittente.

#### **Regole di trasparenza e correttezza**

Tra le novità introdotte vanno segnalate anche le nuove previsioni regolamentari volte a rafforzare le regole di trasparenza e correttezza cui attenersi nel corso dello svolgimento di un'offerta pubblica di acquisto.

In primo luogo, è stato introdotto l'obbligo:

(i) in capo ai soggetti interessati (offerente, emittente e soggetti ad essi legati da rapporti di controllo, società sottoposte a comune controllo, società collegate, componenti dei relativi organi di amministrazione e controllo e direttori generali, soci dell'offerente o dell'emittente, aderenti ad un patto parasociale, nonché coloro che agiscono di concerto con l'emittente o l'offerente), di rendere note al mercato e a Consob, entro la giornata, oltre alle operazioni di acquisto e vendita dei titoli oggetto di offerta, anche quelle aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati connessi ai titoli oggetto di offerta, indicandone i termini essenziali; e

(ii) in capo all'offerente e a coloro che agiscono di concerto con esso, di rendere nota al mercato e a Consob, entro la giornata precedente all'operazione, la notizia relativa all'intenzione di cedere i titoli oggetto dell'offerta a terzi - per tali escludendosi gli appartenenti ai gruppi dell'offerente o di chi agisce di concerto con esso (e ciò al fine di garantire al mercato un'informazione preventiva su comportamenti dell'offerente che muovono in direzione opposta rispetto all'offerta).

In secondo luogo, la regola c.d. della *best price* (è cioè l'obbligo per l'offerente di allineare il corrispettivo dell'offerta al prezzo più alto eventualmente pagato in caso di acquisto dei titoli oggetto dell'offerta da parte dello stesso offerente nel periodo compreso tra la comunicazione dell'offerta e la data di pagamento) è stata modificata sotto un duplice profilo. Da un lato, vengono inclusi nell'operatività della regola, oltre agli acquisti di titoli, anche l'assunzione di posizioni lunghe aventi come sottostante i titoli (e, in tal caso, il prezzo verrà determinato secondo il medesimo meccanismo previsto per stabilire il prezzo dell'OPA obbligatoria dovuta ad acquisti di strumenti finanziari derivati). Viene comunque precisato che la *best price rule* in vigore fino alla data di pagamento non si applica ai casi di operazioni di compravendita compiute a condizioni di mercato nell'ambito dell'attività di negoziazione per conto proprio per quantitativi complessivamente non superiori allo 0,5%.

Dall'altro, l'operatività della regola è stata estesa dalla data di pagamento fino ai sei mesi successivi alla chiusura della stessa nel caso di acquisti complessivamente superiori allo 0,1% dei titoli oggetto dell'offerta, con obbligo, in tal caso, di adeguare il prezzo tramite l'attribuzione di un conguaglio in denaro agli aderenti all'offerta. Tale soglia dello 0,1% è

elevata all'1% qualora si tratti di operazioni di compravendita compiute a condizioni di mercato nell'ambito dell'attività di negoziazione per conto proprio. Al fine di consentire un monitoraggio da parte dell'Autorità, nei sei mesi successivi alla data ultima di pagamento del corrispettivo, è stato imposto in capo all'offerente e alle persone che agiscono di concerto di rendere note a Consob, con cadenza mensile, le operazioni di acquisto e vendita dei titoli oggetto di offerta e quelle aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati connessi ai titoli oggetto di offerta, che siano state effettuate nel mese di riferimento, indicandone i termini essenziali.

### **Termini di durata delle offerte**

Anche i termini di durata delle offerte sono stati oggetto di intervento. In particolare, Consob ha provveduto ad allineare il periodo di durata minima delle offerte preventive totalitarie o volte ad ottenere il controllo (e, pertanto, le offerte ex art. 106, comma 4, e 107 del TUF), inizialmente fissato a 25 giorni, a quello di tutte le altre offerte, e cioè 15 giorni. L'Autorità ha infatti ritenuto che un periodo più lungo per queste offerte potesse sbilanciare la competizione tra potenziali offerenti a svantaggio del primo, che sostiene interamente i costi di scoperta dell'opportunità della scalata.

### **Offerte concorrenti**

Al fine di rimuovere gli ostacoli alla presentazione di offerte più convenienti per gli azionisti di minoranza sotto profili diversi dal corrispettivo, è stato eliminato l'obbligo di promuovere offerte concorrenti ad un prezzo più elevato rispetto all'offerta originaria: sono pertanto consentite offerte concorrenti e rilanci anche a prezzi pari o inferiori rispetto all'offerta originaria. L'Autorità ha tuttavia precisato che la promozione di un'offerta ad un prezzo più basso della precedente dovrà essere comunque adeguatamente motivata dall'offerente e che la promozione di un'offerta strumentale, ossia di un'offerta che in dal momento della comunicazione al mercato non si intende portare a buon fine, potrebbe integrare un comportamento da valutare ai fini dell'integrità dei mercati.

### **Comunicazione dell'offerta e comunicato dell'emittente**

Nell'ottica di ridurre i costi di *compliance* in capo agli offerenti, in relazione ad adempimenti ritenuti non efficaci in un'ottica di costi-benefici nonché di rendere più veloce il procedimento di controllo da parte di Consob, l'Autorità ha provveduto a standardizzare i contenuti dell'informazione che deve essere fornita al mercato, in particolare la comunicazione dell'offerente sull'offerta ai sensi degli artt. 102 del TUF e 37 del Regolamento Emittenti e il comunicato dell'emittente ai sensi degli artt. 103 del TUF 39 del Regolamento Emittenti).

Per quanto riguarda la comunicazione dell'offerta, Consob ha proceduto ad individuare con maggiore grado di dettaglio gli elementi di tale comunicazione, anche tenendo conto dell'esperienza applicativa e delle più ricorrenti richieste istruttorie dell'Autorità in merito ai contenuti di tale comunicazione. Viene pertanto richiesto che la comunicazione indichi, *inter alia*: a) l'offerente e i soggetti controllanti; b) le persone che agiscono di concerto con l'offerente; c) l'emittente; d) le categorie e il quantitativo dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta; e) il corrispettivo offerto e il controvalore complessivo dell'offerta; f) il confronto tra il corrispettivo offerto e l'andamento recente del titolo, ove ammesso alle negoziazioni in un mercato regolamentato; g) le motivazioni dell'offerta e, ove applicabile, l'evento da cui è sorto l'obbligo di promuovere un'offerta; h) i programmi dell'offerente con particolare riferimento all'intenzione di revocare dalla negoziazione gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, e ad effettuare operazioni straordinarie; i) se e in quale misura l'offerta è finanziata mediante indebitamento; j) le condizioni alle quali l'offerta è subordinata; k) le partecipazioni, ivi inclusi gli strumenti finanziari derivati che conferiscono una posizione lunga nell'emittente, detenute dall'offerente e dalle persone che agiscono di concerto; l) le comunicazioni o domande di autorizzazione richieste dalla normativa applicabile, fornendo indicazioni circa l'avvio dei relativi procedimenti dinanzi alle competenti autorità; m) il sito internet per la pubblicazione dei comunicati e dei documenti relativi all'offerta.

La stessa finalità sopra descritta ha ispirato Consob nel dettagliare i contenuti del comunicato dell'emittente, in considerazione anche della delicata funzione cui tale documento assolve nella dinamica del procedimento di OPA.

Tale comunicato pertanto, *inter alia*: a) indica i nominativi dei componenti dell'organo di amministrazione e di controllo presenti alla seduta avente ad oggetto la valutazione dell'offerta nonché di quelli assenti; b) indica se vi siano componenti degli organi di amministrazione che abbiano dato notizia di essere portatori di un interesse proprio o di terzi relativo all'offerta precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata; c) contiene ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e una valutazione motivata sull'offerta stessa e sulla congruità del corrispettivo, con l'indicazione dell'eventuale adozione a maggioranza, e del nome dei dissenzienti e degli astenuti, specificando le motivazioni degli eventuali dissensi o astensioni. Nel comunicato è altresì fornita indicazione, anche in negativo, dell'eventuale partecipazione a qualunque titolo dei membri dell'organo di amministrazione alle trattative per la definizione dell'operazione; d) indica se l'emittente, nel giudizio sull'offerta, si sia avvalso di pareri di esperti indipendenti o di appositi documenti di valutazione; in tali ultime ipotesi sono indicate le metodologie utilizzate e le risultanze di ogni criterio impiegato; e) fornisce informazioni sui fatti di rilievo non indicati nell'ultimo bilancio o nell'ultima situazione contabile infrannuale periodica pubblicata; f) fornisce informazioni sull'andamento recente e sulle prospettive dell'emittente, ove non riportate nel documento d'offerta; g) contiene, ove applicabile ai sensi di legge, una valutazione degli effetti che l'eventuale successo dell'offerta avrà sugli interessi dell'impresa, nonché sull'occupazione e la localizzazione dei siti produttivi; h) ove sia prevista un'operazione di fusione che coinvolga l'emittente e uno dei soggetti



qualificabili come *insiders*, e che comporti un incremento dell'indebitamento dell'emittente medesimo, fornisce informazioni sull'indebitamento della società risultante dalla fusione; in tal caso, indica altresì gli effetti dell'operazione sui contratti di finanziamento in essere e sulle relative garanzie nonché l'eventuale necessità di stipulare nuovi contratti di finanziamento; i) ove lo statuto dell'emittente deroghi alle disposizioni dell'articolo 104, commi 1 e 1-bis, del TUF (e quindi consenta agli amministratori di compiere atti o operazioni che possano contrastare con il raggiungimento degli obiettivi di un'offerta in assenza di autorizzazione assembleare), indica se l'emittente ha compiuto, ha deliberato ovvero se intenda porre in essere atti od operazioni che abbiano la menzionata finalità; l) fornisce informazioni aggiornate sul possesso, diretto o indiretto, di strumenti finanziari dell'emittente medesimo nonché sulla detenzione, diretta o indiretta, di posizioni lunghe su tali strumenti, nonché sul possesso, diretto o indiretto, di strumenti finanziari dell'emittente medesimo o di sue società controllate e controllanti e sulla detenzione, diretta o indiretta, di posizioni lunghe su tali strumenti da parte dei componenti dell'organo di amministrazione; m) fornisce informazioni aggiornate sui compensi percepiti, a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma, dai componenti degli organi di amministrazione e controllo e dai direttori generali dell'emittente, ovvero deliberati a loro favore.

### **Garanzie**

Con riferimento alla costituzione delle garanzie per adempiere al pagamento del corrispettivo dell'offerta, si è previsto che l'offerente possa effettuare la comunicazione prevista dall'articolo 37 del Regolamento Emittenti solo dopo essersi messo in condizione di poter far fronte pienamente ad ogni impegno di pagamento del corrispettivo in contanti ovvero dopo aver adottato tutte le misure ragionevoli per assicurare il soddisfacimento degli impegni relativi a corrispettivi di altra natura. Qualora vengano offerti come corrispettivo prodotti finanziari emessi dall'offerente, sarà sufficiente, a tal fine, che sia stato convocato l'organo competente all'emissione dei citati prodotti finanziari.

La possibilità di far fronte ai propri impegni di pagamento sarà testimoniata da una dichiarazione ad hoc, allegata alla comunicazione dell'offerta, tramite cui l'offerente indichi le modalità con cui ha adempiuto a quanto prescritto. L'effettiva "costituzione" delle garanzie è invece da finalizzare entro il giorno antecedente alla data prevista per la pubblicazione del documento di offerta, data entro la quale l'offerente deve trasmettere a Consob: a) la documentazione relativa all'avvenuta costituzione delle garanzie di esatto adempimento dell'offerta; ovvero b) copia della delibera di emissione dei prodotti finanziari offerti in corrispettivo.

### **Riconoscimento del prospetto di offerta approvato da autorità di vigilanza estere**

Le previsioni in oggetto sono dettate in attuazione della delega di cui all'art. 103, comma 4, lett. e) del TUF (ai sensi del quale Consob disciplina con regolamento il riconoscimento dei documenti d'offerta approvati da autorità di vigilanza di altri Stati comunitari o da autorità di vigilanza di Stati extracomunitari con le quali vi siano accordi di cooperazione) e sono finalizzate a rendere più semplice e meno onerosa la promozione di un'offerta pubblica di acquisto paneuropea, sulla scia della strada già intrapresa nella materia della sollecitazione all'investimento e/o ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato, tramite il meccanismo del c.d. passaporto.

Per quanto riguarda le offerte approvate da un'autorità di vigilanza nell'ambito dell'UE, l'approccio di Consob è stato quello di favorire il più possibile la circolazione di documenti di offerta approvati da altre autorità, anche oltre il perimetro applicato della Direttiva OPA, che ha limitato il riconoscimento da parte di un'autorità "ospitante" solo quando i titoli oggetto di offerta siano ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati dello stato in cui ha sede tale autorità. Tale limite è stato rimosso per quanto riguarda l'Italia e, pertanto, il documento di offerta approvato dall'autorità di vigilanza di un altro Stato membro dell'Unione Europea è riconosciuto in Italia –anche qualora l'offerta abbia ad oggetto strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati italiani - previo invio dello stesso a Consob tradotto in lingua italiana, unitamente al provvedimento di approvazione del documento reso dall'autorità del Stato membro di origine. Nel caso in cui il documento d'offerta sia redatto in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale, lo stesso è trasmesso in tale lingua unitamente ad una nota contenente la traduzione in italiano delle parti del documento relative agli elementi essenziali dell'offerta individuati dall'articolo 6, paragrafo 3, della Direttiva OPA (quali, a titolo esemplificativo, il contenuto dell'offerta, l'identità dell'offerente, i titoli oggetto dell'offerta, le condizioni alle quali l'offerta è subordinata, le intenzioni dell'offerente per quanto riguarda l'attività futura dell'attività della società emittente, i termini entro i quali l'offerta deve essere accettata, le informazioni sul finanziamento dell'operazione da parte dell'offerente) nonché dell'eventuale paragrafo contenente le avvertenze e/o i fattori di rischio dell'operazione. In lingua italiana dovranno inoltre essere redatte le informazioni concernenti le modalità di adesione all'offerta in Italia, le modalità di pagamento del corrispettivo nonché il regime fiscale applicabile.

Il documento di offerta potrà essere pubblicato decorsi cinque giorni dalla data della ricezione da parte di Consob (e, pertanto, senza alcun provvedimento autorizzativo da parte di Consob medesima). Al più tardi entro la data di pubblicazione, l'offerente dovrà diffondere la propria comunicazione sull'offerta in lingua italiana. Anche il comunicato dell'emittente, ove redatto, è reso noto al mercato tradotto in lingua italiana. Qualora il comunicato sia redatto in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale, esso può essere reso noto unitamente ad una traduzione in lingua italiana delle sole sezioni relative alle valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo.

Il regime di riconoscimento è meno automatico nel caso di offerte approvate da autorità di vigilanza di stati extracomunitari con cui l'Italia abbia accordi di cooperazione. In tal caso, è previsto che gli strumenti finanziari oggetto di offerta siano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato del medesimo Stato extracomunitario ovvero l'emittente sia soggetto alla vigilanza a carattere continuativo della relativa autorità e il documento deve necessariamente contenere almeno le informazioni concernenti gli elementi essenziali dell'offerta individuati dall'articolo 6, paragrafo 3, della Direttiva OPA, nonché le avvertenze e/o i fattori di rischio dell'operazione. Il regime linguistico è analogo a quello stabilito in caso di autorità di vigilanza operanti nell'ambito dell'Unione Europea (incluse le disposizioni relative alla comunicazione dell'offerta e al comunicato dell'emittente). Si allungano invece i tempi a disposizione di Consob per valutare l'equivalenza tra le informazioni contenute nel documento di offerta estero e quelle richieste dalla Direttiva OPA: il documento di offerta potrà infatti essere pubblicato decorsi dieci giorni dalla data della ricezione da parte di Consob (termine che può essere ridotto da Consob a cinque giorni in considerazione delle caratteristiche dell'offerta).

### Regime transitorio

Al fine di consentire un graduale adeguamento alle nuove disposizioni, è stato previsto un regime transitorio nei termini che seguono:

- un periodo di *vacatio legis* dalla data di pubblicazione in Gazzetta Ufficiale delle nuove disposizioni regolamentari, fissandone la decorrenza a partire dal 2 maggio 2011. Conseguentemente, le nuove disposizioni saranno applicabili a tutte le offerte per le quali la comunicazione a Consob e al mercato ai sensi dell'art. 102, comma 1, del TUF, ovvero l'acquisto delle Partecipazioni OPA, saranno effettuati successivamente a tale data;
- l'efficacia immediata di alcune disposizioni, a far data dal giorno successivo alla suddetta pubblicazione in Gazzetta Ufficiale, in ragione della delicatezza delle materie da essa disciplinate e dei relativi interessi sottesi. Tra queste, in particolare, le disposizioni che disciplinano le esenzioni dall'obbligo di promozione di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria (art. 49);
- limitatamente alla nuova fattispecie di esenzione in caso di fusione o scissione, le relative disposizioni si applicheranno alle operazioni per le quali la data della riunione dell'organo di amministrazione che ha deliberato la convocazione dell'assemblea per l'approvazione delle operazioni stesse è successiva alla data di pubblicazione in Gazzetta Ufficiale.

Un particolare regime transitorio ad hoc è stato, infine, introdotto, relativamente alle nuove previsioni in materia di strumenti finanziari derivati:

- gli strumenti finanziari derivati detenuti prima dell'entrata in vigore delle nuove disposizioni sono computati ai fini del superamento delle Partecipazioni OPA a seguito di acquisti, non esecutivi di impegni assunti precedentemente, compiuti dopo l'entrata in vigore delle stesse disposizioni; pertanto, i derivati detenuti prima dell'entrata in vigore delle nuove norme rilevano solo se le Partecipazioni OPA vengano superate per acquisti effettuati in vigenza della nuova disciplina;
- chiunque si trovi, alla data di entrata in vigore delle nuove disposizioni, sopra le Partecipazioni OPA a causa del computo degli strumenti finanziari derivati sulla base dei nuovi criteri di calcolo, è tenuto all'obbligo di offerta qualora effettui acquisti di ulteriori titoli, anche qualora l'acquisto abbia ad oggetto i titoli sottostanti i medesimi derivati;
- infine, allo scopo di evitare possibili fenomeni elusivi, chiunque superi una Partecipazione OPA per effetto dell'acquisto, non esecutivo di impegni assunti precedentemente, di strumenti finanziari derivati compiuto nel periodo compreso tra il giorno successivo alla pubblicazione in Gazzetta Ufficiale delle nuove disposizioni e il 2 maggio 2011, è tenuto a promuovere un'offerta, a meno che non riduca la propria partecipazione al di sotto di tale Partecipazione OPA entro il 2 maggio 2013.

E' stato da ultimo previsto che i soggetti di cui all'art. 114, comma 5, del TUF (emittenti quotati, componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti, soggetti che detengono una partecipazione rilevante ai sensi dell'articolo 120 o che partecipano a un patto previsto dall'articolo 122), i quali alla data di entrata in vigore del nuovo regolamento superino le Partecipazioni OPA a causa degli strumenti finanziari derivati detenuti, sono tenuti a diffondere un comunicato contenente il dettaglio delle componenti della partecipazione detenuta entro 5 giorni di negoziazione dalla data di entrata in vigore del nuovo regolamento.

---

Questa Newsletter ha il solo scopo di fornire informazioni generali e non costituisce un parere legale

[www.cliffordchance.com](http://www.cliffordchance.com)

---

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Beijing ■ Brussels ■ Bucharest ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hong Kong ■ Istanbul ■ Kyiv ■ London ■ Luxembourg ■ Madrid ■ Milan ■ Moscow ■ Munich ■ New York ■ Paris ■ Prague ■ Riyadh\* ■ Rome ■ São Paulo ■ Shanghai ■ Singapore ■ Tokyo ■ Warsaw ■ Washington, D.C.

\*Clifford Chance has a co-operation agreement with Al-Jadaan & Partners Law Firm in Riyadh.