

Avv. Annapaola Negri-Clementi
Dott. Filippo Maria Federici

Milano, 18 maggio 2011

Principali novità introdotte con delibera della Consob n. 17731 che modificano il Regolamento Emittenti in tema di offerta pubblica di acquisto.

In data 5 aprile 2011 la Consob con delibera n. 17731 ha approvato le **modifiche al Regolamento Consob in materia di emittenti**, adottato con delibera n. 11971/1999 e successive modifiche (di seguito "Regolamento Emittenti") in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio (di seguito "Opa"). Dette modifiche hanno dato attuazione alla direttiva 2004/25/CE in materia di Opa trasposta nel nostro ordinamento con D. Lgs n. 229/2007 tenendo anche conto delle innovazioni introdotte dal D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - di seguito "T.U.F.") negli ultimi anni.

In particolare, gli interventi di regolazione hanno teso a realizzare gli obiettivi di rafforzamento della tutela degli azionisti di minoranza nel corso di operazioni che determinano un'evoluzione dell'assetto di controllo della società ed efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario.

Tra le principali novità introdotte si segnala:

- **l'obbligo per gli amministratori indipendenti ai sensi dell'art. 39-bis della delibera n. 17731 di fornire un parere motivato nel caso di offerte promosse da soggetti che da soli o in virtù di un patto parasociale, detengono una partecipazione superiore alla soglia del 30% delle azioni della società target**, ovvero amministratori o consiglieri di gestione o di sorveglianza della società target ovvero persone che agiscono in accordo con i soggetti sopra individuati. Prima dell'approvazione del comunicato dell'emittente, gli amministratori indipendenti, che non siano parti correlate dell'emittente, sono tenuti a redigere un parere motivato contenente valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo, potendosi avvalere, a spese dell'emittente, dell'ausilio di un esperto indipendente dagli stessi individuato. Ove il parere degli amministratori indipendenti sia integralmente recepito dall'organo amministrativo il parere è contenuto all'interno del comunicato dell'emittente, altrimenti è pubblicato in allegato a quest'ultimo. Nelle società che adottano il sistema dualistico il sopracitato parere è reso dal consigliere o dai consiglieri di gestione che non siano parti correlate dell'offerente, ove presenti, ovvero da un comitato composto da consiglieri di sorveglianza indipendenti¹.

¹ Art. 39-bis RE introdotto con delibera n. 17731 Consob (Parere degli amministratori indipendenti) 1. Il presente articolo si applica nel caso di: a) offerte aventi ad oggetto titoli promosse, direttamente o indirettamente, da: 1) soggetti che detengono una partecipazione superiore alla soglia prevista dall'articolo 106, comma 1, del Testo unico; 2) aderenti a un patto parasociale che detengono una partecipazione complessiva superiore alla soglia indicata al numero 1); 3) amministratori o consiglieri di gestione o di sorveglianza dell'emittente; 4) persone che agiscono di concerto con i soggetti indicati ai precedenti numeri 1, 2 e 3. b) offerte aventi ad oggetto quote di fondi comuni di investimento chiusi promosse, direttamente o indirettamente, da: 1) soggetti che detengono più del 30 per cento delle quote del fondo; 2) il soggetto o i soggetti che

- la **riapertura dei termini dell'offerta** ai sensi dell'art. 40-bis della delibera n. 17731 ovvero nel caso di offerte promosse dai cosiddetti insiders, si prevede la riapertura dei termini dell'offerta stessa, al fine di consentire agli investitori che non vi abbiano inizialmente aderito di apportare i propri titoli nel corso del cd. secondo round. Gli offerenti in occasione della pubblicazione dei risultati devono comunicare: (i) per le offerte la cui efficacia è condizionata all'acquisizione di una percentuale determinata del capitale sociale dell'emittente, il verificarsi della condizione o la rinuncia alla stessa; (ii) per le altre offerte, di aver raggiunto una partecipazione superiore alla metà oppure ai due terzi del capitale sociale, oppure di avere acquistato almeno la metà dei titoli di ciascuna categoria oggetto dell'offerta².

detengono, anche congiuntamente, il controllo ovvero esercitano una influenza notevole sulla SGR che gestisce il fondo; 3) amministratori o consiglieri di gestione o di sorveglianza della SGR che gestisce il fondo; 4) persone che agiscono di concerto con i soggetti indicati ai precedenti numeri 1, 2 e 3; c) offerte concorrenti con quelle indicate alle precedenti lettere a) e b). 2. Prima dell'approvazione del comunicato dell'emittente, gli amministratori indipendenti che non siano parti correlate dell'offerente, ove presenti, redigono un parere motivato contenente le valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo, potendosi avvalere, a spese dell'emittente, dell'ausilio di un esperto indipendente dagli stessi individuato. Tale parere, ove non integralmente recepito dall'organo di amministrazione, e l'eventuale parere dell'esperto indipendente sono resi noti ai sensi dell'articolo 39, commi 4, 7, 8 e 9. 3. Nelle società che adottano il sistema dualistico, il parere previsto dal comma 2 è reso dal consigliere o dai consiglieri di gestione indipendenti che non siano parti correlate dell'offerente, ove presenti, ovvero da un comitato composto da consiglieri di sorveglianza indipendenti. 4. Nelle offerte promosse dai soggetti indicati nel comma 1, lettera a), numero 3, o da coloro che agiscono di concerto con essi, qualora gli stessi abbiano contratto debiti per l'acquisizione, l'offerente, senza indugio, comunica agli amministratori indipendenti o ai soggetti indicati nel comma 3, previa richiesta di questi, le informazioni fornite ai finanziatori dell'offerta in relazione alla stessa, anche successivamente alla pubblicazione del parere previsto dal comma 2. Resta fermo quanto previsto dall'articolo 41.

² Art. 40-bis

(Riapertura dei termini dell'offerta) 1. Entro il giorno successivo alla data di pagamento, i termini delle offerte aventi ad oggetto titoli promosse dai soggetti indicati nell'articolo 39-bis, comma 1, lettera a), sono riaperti per cinque giorni qualora l'offerente, in occasione della pubblicazione dei risultati, comunichi: a) per le offerte la cui efficacia è condizionata all'acquisizione di una percentuale determinata del capitale sociale dell'emittente, il verificarsi della condizione ovvero la rinuncia alla stessa; b) per le offerte diverse da quelle di cui alla lettera a): 1) di aver raggiunto una partecipazione superiore alla metà ovvero, qualora la partecipazione iniziale dell'offerente sia superiore alla metà e inferiore ai due terzi, ai due terzi del capitale sociale rappresentato da titoli; ovvero 2) di avere acquistato almeno la metà dei titoli di ciascuna categoria oggetto dell'offerta. 2. La riapertura dei termini prevista dal comma 1 si applica alle offerte aventi ad oggetto quote di fondi comuni di investimento chiusi promosse da soggetti indicati nell'articolo 39-bis, comma 1, lettera b), qualora l'offerente, in occasione della pubblicazione dei risultati, comunichi: a) per le offerte la cui efficacia è condizionata all'acquisizione di una percentuale determinata delle quote del fondo, il verificarsi della condizione ovvero la rinuncia alla stessa; b) per le offerte diverse da quelle di cui alla lettera a), di avere acquistato almeno la metà delle quote del fondo oggetto dell'offerta. 3. La riapertura dei termini non si applica: a) qualora l'offerente, almeno cinque giorni prima della fine del periodo di adesione, renda noto al mercato il verificarsi delle circostanze indicate ai commi 1 e 2, lettere a) o b); b) qualora, nelle offerte aventi ad oggetto titoli, l'offerente, al termine del periodo di adesione, venga a detenere la partecipazione di cui all'articolo 108, comma 1, ovvero quella di cui all'articolo 108, comma 2, del Testo unico e, nel secondo caso, abbia dichiarato l'intenzione di non ripristinare un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni; c) alle offerte aventi ad oggetto titoli promosse ai sensi dell'articolo 107 del Testo unico; d) alle offerte previste dai commi 1 e 2, diverse da quelle promosse ai sensi dell'articolo 106, commi 1 e 3, del Testo unico, purché: 1) l'offerente abbia condizionato irrinunciabilmente l'efficacia dell'offerta all'approvazione da parte di coloro che detengono la maggioranza dei titoli o di quote del fondo che sono portati in adesione all'offerta, senza tener conto delle approvazioni da parte di coloro che agiscono di concerto con l'offerente; e

- l'articolo 44-bis della delibera n. 17731 disciplina **la rilevanza delle azioni proprie nel calcolo della partecipazione ai fini dell'Opa obbligatoria**, con l'obiettivo di evitare che la presenza di tali azioni consenta elusioni sostanziali della relativa disciplina. In particolare il comma 1 dispone che le azioni proprie detenute dall'Emittente sono escluse dal computo del capitale sociale su cui si calcola la partecipazione rilevante ai fini dell'obbligo di Opa e ciò per dare rilievo all'effettivo potere di voto che un soggetto viene ad acquisire. Detta regola non si applica nel caso di acquisto di azioni proprie da parte della società quando l'operazione è stata approvata anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi dal socio o dai soci che detengono la partecipazione di maggioranza, anche relativa³.
- **il rilievo degli strumenti finanziari - anche derivati e/o detenuti indirettamente per il tramite di fiduciari - nel calcolo della soglia rilevante ai fini dell'obbligo di Opa⁴**. I casi di esenzione riguardano le ipotesi in cui gli strumenti siano negoziati sui mercati regolamentati, abbiano come sottostante un titolo di futura emissione ovvero se il superamento della soglia sia dovuto al computo di strumenti derivati oggetto di pattuizioni contenute in accordi parasociali e finalizzate alla soluzione di eventuali stalli o infine se il superamento della soglia è determinato da strumenti finanziari detenuti da intermediari finanziari a copertura delle posizioni di un cliente⁵.

2) l'offerta riceva l'approvazione prevista nel numero 1, formulata su apposita sezione della scheda di adesione. L'adesione all'offerta equivale a dichiarazione di approvazione se non accompagnata da una contraria manifestazione espressa di volontà. L'approvazione è irrevocabile; e) nel caso di offerte aventi ad oggetto titoli emessi da società cooperative; f) in presenza di offerte concorrenti. 4. Nei casi di riapertura dei termini, il pagamento del corrispettivo è effettuato: a) relativamente ai titoli e alle quote del fondo che hanno formato oggetto di adesione all'offerta prima della riapertura dei termini, alla data originariamente prevista nel documento d'offerta; b) relativamente agli altri titoli o quote del fondo, non più tardi di dieci giorni successivi alla data indicata nella lettera a).

³ Art. 44-bis RE introdotto con delibera n. 17731 Consob (Regime delle azioni private del diritto di voto) 1. Le azioni proprie detenute dall'emittente, anche indirettamente, sono escluse dal capitale sociale su cui si calcola la partecipazione rilevante ai fini dell'articolo 106, commi 1 e 3, lettera b), del Testo unico. 2. Il comma 1 non si applica nel caso in cui il superamento delle soglie indicate nell'articolo 106, commi 1 e 3, lettera b), del Testo unico, consegua ad acquisti di azioni proprie, effettuati, anche indirettamente, da parte dell'emittente in esecuzione di una delibera che, fermo quanto previsto dagli articoli 2368 e 2369 del codice civile, sia stata approvata anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci dell'emittente, presenti in assemblea, diversi dal socio o da soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al 10 per cento. 3. Nei casi previsti dal comma 2, le relazioni sulle materie all'ordine del giorno previste dall'articolo 125-ter del Testo unico contengono informazioni dettagliate circa l'efficacia esimente dall'obbligo di offerta derivante dall'approvazione della delibera secondo le modalità indicate dal presente articolo. 4. Ai fini del calcolo della partecipazione indicata nel comma 1, non sono escluse dal capitale sociale le azioni proprie acquistate per effetto di operazioni poste in essere: a) secondo le modalità indicate dalla delibera Consob n. 16839 del 19 marzo 2009, per la conservazione e disposizione dei titoli per l'impiego come corrispettivo in operazioni straordinarie, anche di scambio di partecipazioni, già deliberate; b) per l'adempimento delle obbligazioni derivanti da piani di compenso approvati ai sensi dell'articolo 114-bis del Testo unico. 5. Le azioni proprie detenute dall'emittente, anche indirettamente, non sono escluse dal capitale sociale e sono sommate alla partecipazione rilevante ai fini del calcolo delle soglie previste dagli articoli 108 e 111 del Testo unico.

⁴ Cfr. art. 44-ter della delibera n. 17731.

⁵ Art. 44-ter RE introdotto con delibera n. 17731 Consob (Strumenti finanziari derivati) 1. Ai fini del calcolo delle soglie previste dall'articolo 106, commi 1 e 3, lettera b), del Testo unico, sono computati gli strumenti finanziari derivati, detenuti anche indirettamente, per il tramite di fiduciari o per interposta persona, che conferiscano una posizione lunga sui titoli indicati nell'articolo 105, comma 2, del Testo unico, nella misura del numero totale di titoli

sottostanti. Nel caso in cui il numero di titoli sottostanti sia variabile, si fa riferimento al quantitativo massimo previsto dallo strumento finanziario. 2. Ai fini del calcolo delle soglie indicate nel comma 1 non si computano gli strumenti finanziari derivati che conferiscono una posizione lunga ove: a) tali strumenti siano negoziati sui mercati regolamentati; b) tali strumenti abbiano come sottostante titoli di futura emissione; c) il superamento della soglia sia dovuto al computo di strumenti finanziari derivati oggetto di pattuizioni contenute in un accordo parasociale e finalizzate alla risoluzione di eventuali situazioni di stallo decisionale ovvero previste per i casi di inadempimento di clausole del patto; d) il superamento della soglia sia determinato da strumenti finanziari derivati detenuti da un soggetto abilitato come definito dall'articolo 1, comma 1, lettera r), del Testo unico, a fini di copertura delle posizioni di un cliente. 3. Nel caso in cui per l'acquisto dei titoli sottostanti sia stata richiesta un'autorizzazione ai sensi di legge, la posizione lunga acquisita assume rilievo ai fini del superamento delle soglie indicate nel comma 1 quando l'autorizzazione è concessa. 4. Ai fini del calcolo delle soglie indicate nel comma 1, la compensazione delle posizioni lunghe con le posizioni corte aventi ad oggetto il medesimo titolo opera limitatamente a quelle derivanti da strumenti finanziari della stessa tipologia ed aventi la medesima controparte e condizioni equivalenti. 5. I riferimenti all'acquisto di titoli presenti nella Parte IV, Titolo II, Capo II, Sezione II, del Testo unico e nel presente Capo si intendono estesi, ove compatibili, agli acquisti di strumenti finanziari che conferiscono posizioni lunghe sui titoli. 6. Ai fini della determinazione del prezzo di cui all'articolo 106, comma 2, del Testo unico, si considera la somma del prezzo di riferimento contrattualmente attribuito ai titoli sottostanti lo strumento finanziario e degli importi corrisposti o ricevuti per l'acquisto della posizione lunga.