

LE *INTERNATIONAL PUBLIC EXCHANGE OFFERS* E GLI INVESTITORI ITALIANI¹

FERDINANDO BRUNO

Sommario: 1. Il *funding* internazionale di banche e soggetti *corporate* - 2. La decisione di ristrutturare un *Eurobond* e le varie opzioni dell'emittente: le *public exchange offer* - 3. Le criticità del mercato italiano in caso di *international public exchange offer* - 4. L'opinione degli operatori internazionali - Un caso concreto: il *restructuring* del *bond* della British Airport Authority - 5. La Comunicazione Consob n. 9034174 del 16 aprile 2009 - 6. La modifica del Regolamento Emittenti ed il Decreto Legislativo del 18 Settembre 2009.

1. Il *funding* internazionale di banche e soggetti *corporate*

All'interno del mercato dei titoli obbligazionari si è soliti distinguere tra mercato domestico e mercato internazionale.

Il **mercato domestico** raggruppa le obbligazioni emesse da emittenti italiani, regolate dalla legge italiana e collocate in misura prevalente in Italia; il **mercato internazionale** delle obbligazioni è invece costituito da emissioni in larga parte collocate al di fuori del paese di residenza dell'emittente, distribuite di solito attraverso un sindacato di collocamento, quotate su uno o più mercati borsistici.

La seconda fattispecie ha assunto sempre più crescente rilevanza, atteso che, tra le varie strategie di *funding*, è usuale che le società o le banche utilizzino emissioni di *bonds* nel mercato internazionale, cui si accede attraverso l'emissione di *Eurobond*²: questa è normalmente un'obbligazione

¹ Il presente lavoro rappresenta il contenuto della presentazione tenuta dallo scrivente nel corso del convegno del 10 giugno 2009, a Milano, intitolato "*Crisi d'impresa e ristrutturazioni - Percorsi tra Banca e Mercato*", e pubblicato nel 2010 dall'IPSOA nella relativa raccolta degli atti, dal medesimo titolo.

² Sulla definizione di *Eurobond* e sulle caratteristiche del titolo si vedano, tra gli altri: Geoffrey Fuller, *Corporate Borrowing*, Second Edition, Jordans, 1999, part. 26 ss.; George Dosoo, *The Eurobond market*, Woodhead-Faulkner, 2nd edition (1992); Julian Walmsley, *Global Investing: Eurobonds and Alternatives*, Palgrave Macmillan (April, 1991); Noël Clarke, *Guide to eurobonds: A comprehensive analysis for issuers and practitioners (Special report)*, Economist Publications (1990); Michael A. Bowe, *Eurobonds*, Irwin Professional Pub (January, 1989); Frederick Fisher,

assoggettata ad una normativa diversa rispetto a quella cui è sottoposto l'emittente (la prassi di mercato riconosce la legge inglese).

Il mercato degli Eurobond è denominato euromercato (o *euromarket*), la cui definizione è la seguente: "*The prefix "Euro" indicates a type of transaction which is conducted offshore and involves lenders or borrowers from countries other than that of the currency of denomination. The markets are primarily the Eurobond, Eurocredit and Eurodollar markets. Eurobonds are corporate bonds in U.S. dollars or other currencies, which are sold outside the country whose currency is used*"³.

Si rileva come, di norma, gli *Eurobonds* sono emessi nell'ambito di un *EMTN Programme*, che può essere definito come una "piattaforma documentale" (sviluppata con l'assistenza di una banca in funzione di *Arranger* del programma stesso) che permette ad un emittente di effettuare più operazioni di finanziamento obbligazionario sulla base di una documentazione quadro (in *primis*, un unico prospetto informativo⁴) e di procedure predefinite, in maniera flessibile e con carichi amministrativi e costi ridotti.

2. La decisione di ristrutturare un Eurobond e le varie opzioni dell'emittente: le *public exchange offer*

Di regola, in assenza di eventi particolari, l'obbligazione "dura" per tutta la propria "vita", pagando gli interessi e scadendo alla c.d. *maturity date*: tuttavia, non sempre ciò accade.

È frequente che un emittente decida di ritirare dal mercato le obbligazioni precedentemente emesse e non ancora scadute (i)

Eurobonds, Euromoney Publications (December, 1988) Philip M Hubbard, *A History of Eurobonds: The shaping of the global market*, Division of Research, Harvard Business School (1987); Carol Courtadon, *The Competitive Structure of the Eurobond Underwriting Industry*, by New York Univ Stern School of (January, 1986); Brian Scott Quinn, *The New Euromarkets: A Theoretical and Practical Study of International Financing, in the Eurobond, Eurocurrency and Related Financial Markets*, by Palgrave Macmillan (December 31, 1975); M Bucknell, *The Eurobond market (Morgan research)*, Morgan Guaranty Ltd (1986); Andreas Cambitsis, *The Eurobond market: The organization and function of an international capital market*, Institut universitaire de hautes études internationales (1974).

³ Definizione riportata da Steven L. Schwarcz, *The universal language of cross-border finance*, in <http://www.vinodkothari.com/schwarzc.htm>.

⁴ La Direttiva 2003/71/CE, il cui testo è disponibile sul sito http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm, ha previsto una disciplina unitaria per l'offerta di strumenti finanziari nel mercato europeo attraverso la predisposizione di un prospetto informativo di cui ha determinato i requisiti e le caratteristiche (in seguito specificate con il Regolamento comunitario di attuazione 809/2004).

riacquistandole, ovvero (ii) sostituendole con obbligazioni di nuova emissione (appositamente emesse a servizio di tale sostituzione).

In merito alle **motivazioni giuridiche/economiche che possono spingere un emittente a riacquistare le proprie obbligazioni** prima della scadenza o a sostituirle, si riporta quanto evidenziato dalla migliore dottrina anglosassone⁵: "*Why might an issuer want to repurchase its bonds before their maturity date, or exchange them for new bonds? There a number of possible reasons: (i) to simple desire to reduce outstanding debt; (ii) to take advantage of market conditions by replacing existing expensive or inappropriate borrowings with cheaper and more appropriate borrowings; (ii) to remove bonds which contain inconvenient or problematic covenants; (iii) in the case of high-yield issues, the terms of the bonds commonly oblige the issuer to make a tender offer where there has been a change of control or a major disposal; (iv) in the case of an exchange offer, to substitute another company as the debtor (for example, as part of group restructuring*⁶) in

⁵ Geoffrey Fuller, *The Law and Practice of International Capital Markets*, Butterworths, 2007, 561 ss.

⁶ Si veda, ad esempio, quanto riportato nel Documento di Offerta Pubblica di Scambio della General Motors Corporation, disponibile sul sito della Consob all'indirizzo: WWW.CONSOB.IT/DOCUMENTI: "La Ristrutturazione: In riflesso del drammatico deterioramento dell'economia e delle condizioni di mercato nel 2008, le vendite di nuovi veicoli negli Stati Uniti d'America hanno subito una rapida diminuzione, precipitando al più basso livello *pro capite* da oltre 50 anni. Durante questo periodo, i ricavi di GM sono precipitosamente diminuiti a causa del deteriorarsi delle condizioni di mercato e, in parte, di riflesso alla crescente speculazione pubblica effettuata con riferimento ad una potenziale ammissione della Società a procedura fallimentare. Tale diminuzione dei ricavi ha comportato una significativa flessione della liquidità di GM. La Società aveva già avuto modo di appurare che, nonostante si fosse impegnata ad intraprendere azioni di ristrutturazione ad ampio raggio delle proprie attività negli Stati Uniti d'America, la propria liquidità sarebbe scesa al di sotto dei livelli che le avrebbero consentito di operare, circostanza che ha imposto alla Società di richiedere aiuti di carattere finanziario al Governo degli Stati Uniti d'America. Il 2 dicembre 2008, GM ha trasmesso un piano di ristrutturazione per la sostenibilità a lungo termine al Governo degli Stati Uniti d'America e, in data 31 dicembre 2008, ha stipulato il Primo Contratto di Finanziamento (*First U.S. Treasury Loan Agreement*) con il Tesoro Statunitense, in forza del quale il Tesoro Statunitense ha convenuto la concessione di un finanziamento garantito e a termine pari a USD 13,4 miliardi. In relazione alla provvista iniziale ai sensi del finanziamento, la Società ha emesso nei confronti del Tesoro Statunitense un *warrant* esercitabile su azioni ordinarie della Società ed una cambiale di pagamento (*promissory note*) per un ammontare nominale complessivo pari a USD 748,6 milioni, come parte del corrispettivo per i finanziamenti inizialmente erogati dal Tesoro Statunitense. Il 16 gennaio 2009, GM ha stipulato il Secondo Contratto di Finanziamento con il Tesoro Statunitense (*Second U.S. Treasury Loan Agreement*), in forza del quale ha ottenuto un finanziamento pari ad USD 884,0 milioni dal Tesoro Statunitense utilizzandone le somme per acquistare un'ulteriore partecipazione (*membership interest*) in GMAC LLC. Il 22 aprile 2009, il Tesoro Statunitense ha accordato alla Società USD 2,0 miliardi di ulteriori finanziamenti per capitale circolante, che la Società ha preso in prestito in data 24 aprile 2009. La Società attualmente prevede che avrà bisogno di ulteriori USD 2,6 miliardi di finanziamenti per capitale circolante prima del 1° giugno 2009 ed ulteriore iniezione di fondi

circumstances not catered for by substitution provisions".

Come anticipato, una delle soluzioni per sostituire le obbligazioni non scadute⁷ è invece quella della c.d. **offerta pubblica di scambio**, ovvero, nel mercato internazionale, la *public exchange offer*, dove: *"The issuer (or an affiliate) offers to the holders to purchase their bonds in exchange for new bonds. Similar permutations are seen to those for tender offers, in that the manner of determining the exchange rate can be either specified in advance or calculated on a "Dutch auction" basis, and the offer might be to exchange "any and all" of the existing bonds or only up to a specified amount. An exchange offer, for regulatory reasons, will typically exclude bondholders in certain jurisdictions from being able to take part in the exchange offer, and such bondholders may instead be "cashed out" at a price equivalent to the value of the new bonds into which their existing bonds would otherwise have*

per USD 9,0 miliardi successivamente. Quale condizione per l'ottenimento dei finanziamenti ai sensi del Primo Contratto di Finanziamento con il Tesoro Statunitense, GM ha convenuto di presentare un Piano di Sostenibilità al Tesoro Statunitense e di utilizzare ogni migliore sforzo per raggiungere alcuni obiettivi di ristrutturazione, ivi inclusi riduzione del proprio debito, cambiamenti di tipo lavoristico e cambiamenti delle obbligazioni di tutela della salute nei confronti dei dipendenti pensionati della Società in favore di una nuova associazione volontaria per i benefici dei dipendenti (*voluntary employee benefit associazioni*, di seguito "VEBA"), i quali costituiscono parte del Piano di Sostenibilità della Società. Il Piano di Sostenibilità della Società include altresì alcune iniziative di carattere operativo. Il Piano di Sostenibilità è stato inizialmente presentato il 17 febbraio 2009. Il 30 marzo 2009, un soggetto designato dal Presidente degli Stati Uniti d'America ha ritenuto che il Piano di Sostenibilità della Società, nella forma allora presentata, non fosse sostenibile ed avesse bisogno di essere rivisitato in maniera rilevante, al fine di condurre ad una GM sostenibile. Il Piano di Sostenibilità di GM è stato pertanto modificato, in osservanza delle disposizioni del Soggetto Designato dal Presidente. La Società sta effettuando le offerte di scambio nel contesto della ristrutturazione che la Società sta ponendo in essere, ai sensi del proprio Piano di Sostenibilità".

⁷ Atteso che: *"There are four main ways in which (in the absence of a right to redeem early) an issuer might repurchase its bonds without needing unanimous approval from the holders: (i) having a resolution passed at a meeting of holders amending the terms of the bonds so as to provide for early redemption; (ii) market purchases, either directly or through an agent. In the case of purchase through an agent (usually a bank or a broker), the issuer would enter into a purchase agreement with the selected agent, under which the agent would agree to offer to purchase the bonds on the issuer's behalf and then to on-sell them to the issuer at an agreed price; (iii) a tender offer. The issuer (or a third party) offers to the holders to purchase their bonds for cash. The purchase price might be financed out of the issuer's own cash resources, through bank borrowings or through a new bond issue to the market (but not necessarily to the existing holders). In order to make the offer attractive to the holders, the issuer would usually have to offer a higher price than the existing market price. The offer price could be structured either as a fixed price, or as a margin (which could be fixed upfront or determined later) over a benchmark bond or as a swap rate, or as a reverse tender (or "Dutch auction") under which the tendering bondholders specify the lowest price that they will accept and the issuer purchases, at a price determined by it, all the bonds tendered at that price or lower. The offer might be to purchase "any and all" bonds tendered, or to purchase only up to a specified amount"*, Geoffrey Fuller, *The Law and Practice of International Capital Markets*, Butterworths, 2007, 561 ss.

been exchanged"⁸. Trattasi, quindi, come anticipato in precedenza, di un'offerta di nuovi titoli di debito verso titoli di debito in circolazione, c.d. *outstanding*; si rileva come una motivazione per una *debt for debt offer* "hinges on the fact that in many debt for debt offers, the new claims are senior to the existing claims, Roe (1987), Gertner and Sharfstein (1991), and Coffee (1990) have argued that offering senior claims is a way of expropriating bondholders. When senior claims are offered, bondholders face a kind of prisoners' dilemma. If they don't tender, their bonds decline in value as the tendering bondholders jump priority. If they tender, they must accept a senior bond with a lower face value than that of their general bond. In contrast, when equity is offered for debt, a holdout problem is created because as bondholders tender their bonds for stock the unentered bonds increase in value. Thus, it may be argued that bondholder wealth expropriations in debt for debt offers lead to the observed stockholder gains. Whether offering senior claims is expropriative or not is an empirical issue.

The expropriation argument implies that the bondholders are worse off with a senior debt for junior debt exchange and one would expect to see a decline in bond prices on the announcement of the offer. However, we find a positive return to bondholders on the announcement of offers that involve an increase in priority. While these tests are not exhaustive, they indicate that senior debt for junior debt offers may not be as coercive as many legal scholars have indicated"⁹.

Una **public exchange offer** non è una mera sostituzione di strumenti finanziari di debito emessi da un soggetto, in quanto tale operazione ha ulteriori effetti (positive), per il medesimo emittente, atteso che: "Regardless of the type of debt security offered, one might argue that the capital market would respond favorably to a debt for debt offer because it indicated that management believes the firm can support this level of debt. This would also imply that the capital market would also respond favorably to a reorganization of private debt where the bank accepts new debt rather than stock"¹⁰.

La *public exchange offer* può assumere diverse modalità, sino ad avere ad oggetto strumenti convertibili in *equity*: "Companies facing bankruptcy often ask creditors to exchange debt for convertible stock notes. Since a company is in dire financial condition when negotiating these options, the

⁸ Geoffrey Fuller, cit. 561 ss.

⁹ Brown, James, Mooradian, *Private versus Public Creditors Experience in Distressed Firm Debt Restructuring*, in *Bankruptcy & distressed restructurings: analytical issues and investment opportunities*, Edward I. Altman, 1999, 129.

¹⁰ Brown, James, Mooradian, cit., 129.

*bondholder often has little choice but to accept. Still, offers are made in an attempt to achieve a settlement that will be acceptable to the bondholders. It is important that the convertible investor evaluate the terms in detail before arriving a decision to accept the offer"*¹¹; inoltre: "As a general rule, exchange offer allowing for increased equity participation should be accepted by convertible bondholders, while offers to exchange convertible bonds for non convertible fixed-income securities should be declined. The latter usually have a higher yield factor to entice investors to accept the offer and give up equity participation"¹².

Si noti, inoltre, come: "Sometimes, even more drastic restructuring steps are needed, such as a massive creditor "hartcut"...one such mechanism is to present an exchange offer in which tendering bondholders would receive a lower amount of new bonds for their old bonds. But the new bonds might be backstopped by collateral. And the exchanging holders might "gut" the indenture protections of the old bonds - and make the new bonds expressly senior to the old ones. This technique leaves bondholder holdouts with the prospect of owning the original unsecured instrument that is now much lower in the capital structure than the new secured instrument"¹³.

3. Le criticità del mercato italiano in caso di *international public exchange offer*

Ai fini del presente lavoro, appare opportuno considerare brevemente due direttive comunitarie rilevanti: (i) la Direttiva n. 2003/71 sul prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari (la "**Direttiva Prospetto**") e la direttiva n. 2004/25/CE (la "**Direttiva OPA**"¹⁴): si nota come, sebbene la Direttiva Prospetto riguardi

¹¹ *Convertible securities: the latest instruments, portfolio strategies, and valuation analysis*, John P. Calamos, 1998, 48.

¹² Brown, James, Mooradian, cit., 129.

¹³ *Distressed investment banking: to the abyss and back*, by Henry F. Owsley, Peter S. Kaufman, 2005, 144.

¹⁴ Su cui si vedano: E. Desana, *Opa e Tecniche di Difesa. Dalle Misure Difensive «Successive» a quelle «Preventive»*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, 2003; B. Quattraro, L. G. Picone, *Manuale Teorico-Pratico delle Offerte Pubbliche di Acquisto e di Scambio. Dottrina, Casi e Materiali*, 2a ed., Milano, 2004; F. M. Mucciarelli, *Società per Azioni e Offerta Pubblica d'Acquisto. Le Difese Successive contro Offerte Pubbliche d'Acquisto di Azioni Quotate*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, 2004; G. Opromolla, *La Nuova Normativa Italiana sulle Opa e Le Misure Difensive contro le Opa Ostili. Cosa Cambia?*, in *Le Società*, 2007, 1445; L. Scipione, *La nuova disciplina dell'OPA europea: un'ipotesi di regolamentazione minimale*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2005, 22 ss.; M. Tola, *La direttiva europea in materia di OPA*,

l'armonizzazione dei requisiti relativi alla redazione, approvazione e diffusione del documento con il quale si dà pubblicità ad operazioni di sollecitazione all'investimento di strumenti finanziari, va ricordato che molte legislazioni nazionali (come peraltro la stessa Direttiva OPA¹⁵ all'art. 6, parr. 2 e 3) prevedono che anche le sollecitazioni al disinvestimento, quali le

in *Banca borsa, tit. cred.*, 2005, 4, 490 ss.; G. Di Marco, *Opa comunitaria: un nuovo passo verso l'integrazione dei mercati finanziari*, in *Le Società*, 2004, 1170 ss.; P. Sfameni, *La nuova Direttiva europea sulle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2004, 4, 1000 ss.; M. Belcredi e C. Bellavite Pellegrini, *Difese antiscalata e acquisizioni cross-border in Europa: situazione e prospettive*, in *Riv. Banc.*, 2002, 23 s.; F.M. Mucciarelli, *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'OPA*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 830 ss. D. Regoli, *Le tecniche difensive nelle Opa ostili (Riflessioni comparatistiche)*, Torino, 2004; E. Desana, *Opa e tecniche di difesa (dalle misure difensive «successive» a quelle «preventive»)*, Milano, 2003, 226 ss.; F.M. Mucciarelli, *L'attuazione della Direttiva OPA nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, 3, I, 448 ss.; C. Mosca e A. Angelillis, *Considerazioni sul recepimento della Tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento dalla Commissione europea*, in *Riv. soc.*, 2007, 5, 1106 ss.; G. Opromolla, *La nuova normativa italiana sulle OPA e le misure difensive contro le OPA ostili: cosa cambia?*, in *Le Società*, 2007, 1441 ss.; F. Vella, *La nuova passivity rule nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio*, in *Banca impr. soc.*, 2000, 159 ss.; L.G. Picone, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 1999; P. Montalenti, *OPA: la nuova disciplina*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, 159, R. Weigmann, *La nuova disciplina delle OPA*, in *Aa.Vv., La riforma delle società quotate*, Milano, 1998; L. Scipione, *La direttiva europea in materia di OPA: profili generali e aspetti comparatistici*, in *Riv. dir. impr.*, 2005, I, 185 ss.; B. Dauner Lieb e M. Lamandini, *La nuova proposta di direttiva in materia di diritto delle società concernente le offerte pubbliche di acquisto e il conseguimento di condizioni e regole uniformi*, Bruxelles, 9 dicembre 2002, 59, in www.europarl.europa.eu/comparl/jiur/study/complaw_it.pdf; M. Lamandini, *Legiferare per «illusione ottica»? Opa e reciprocità «italiana»*, in *Giur. comm.*, 2008, 1, 240 ss.

¹⁵ J. A. Pearce II, R. B. Robinson Jr., *Hostile Takeover Defenses that Maximize Shareholder Wealth*, in *Business Horizons*, Vol. 47, 5 (2004); S. Hannes, *The Market for Takeover Defenses*, in *Northwestern University Law Review*, Vol. 101, 1 (2007); G. Hertig, *Revamping the EU Corporate and Takeover Law Agenda - and Making It a Model for the U.S.*, *Berkeley Law and Economics Workshop, Working Paper*, No. 20/2004; P. Werdemuller, *Compatibility of the EU Takeover Bid Directive Reciprocity Rule with EU Free Movement Rules*, in *Business Law Review*, Vol. 27, 3 (2006); R. Skog, *The takeover directive - an endless saga?*, in *European Business Law Review*, 4/2002. E. Bebchuck e A. Ferrell, *Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers*, in *Columbia Law Rev.*, vol. 99, 1999, 1168 ss.; P.L. Davies, *Defensive Measures; the Anglo-American Approach: The Regulation of Defense Tactics in the United Kingdom and in the United States*, in *European Takeovers. Law and Practice*, a cura di K.J. Hopt e E. Wymeersch, Butterworths, London et al., 1992, 195 ss. B. Allen, *Acquisition Services, Executive Summary, Study on Obstacles to Takeover Bids in the European Community*, Bruxelles, dicembre 1989; R.J. Gilson, *The Political Ecology of Takeovers: Thoughts on Harmonizing the European Corporate Governance Environment*, in *European Takeovers Law e Practice*, eds. K. Hopt e E. Wymeersch, Butterworths, Londra, 1992; L. Enriques, «*The Mandatory Bid Rule in the Proposed EC Takeover Directive: Harmonization as Rent-Seeking?*» in G. Ferrarini, K.J. Hopt, J. Winter and E. Wymeersch (eds), *Reforming Company Law and Takeover Law in Europe* (Oxford University Press, Oxford and New York 2004), 791.

OPA¹⁶, siano accompagnate dal deposito di un "documento informativo", con funzioni e caratteristiche simili a quelle di un prospetto, ed adottano all'uopo una disciplina tendenzialmente unitaria¹⁷.

A questo proposito, va rilevato che **la Direttiva OPA¹⁸ vale nei confronti di sollecitazioni al disinvestimento in partecipazioni azionarie**, successive o strumentali all'acquisizione del controllo dell'emittente, soltanto quando: (i) la società-*target* sia costituita ai sensi della legge di uno Stato membro, e (ii) una parte o la totalità di detti titoli siano ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato di uno o più Stati membri (anche diversi dai mercati dallo Stato di incorporazione)¹⁹.

¹⁶ Sull'OPA nei paesi esteri: J. A. Pearce II, R. B. Robinson Jr., *Hostile Takeover Defenses that Maximize Shareholder Wealth*, in *Business Horizons*, Vol. 47, 5 (2004); S. Hannes, *The Market for Takeover Defenses*, in *Northwestern University Law Review*, Vol. 101, 1 (2007); G. Hertig, *Revamping the EU Corporate and Takeover Law Agenda - and Making It a Model for the U.S.*, *Berkeley Law and Economics Workshop, Working Paper*, No. 20/2004. P. Werdemuller, *Compatibility of the EU Takeover Bid Directive Reciprocity Rule with EU Free Movement Rules*, in *Business Law Review*, Vol. 27, 3 (2006), R. Skog, *The takeover directive - an endless saga?*, in *European Business Law Review*, 4/2002. E. Bebchuck e A. Ferrell, *Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers*, in *Columbia Law Rev.*, vol. 99, 1999, 1168 ss.; P.L. Davies, *Defensive Measures; the Anglo-American Approach: The Regulation of Defense Tactics in the United Kingdom and in the United States*, in *European Takeovers. Law and Practice*, a cura di K.J. Hopt e E. Wymeersch, Butterworths, London et al., 1992, 195 ss. B. Allen, *Acquisition Services, Executive Summary, Study on Obstacles to Takeover Bids in the European Community*, Bruxelles, dicembre 1989; R.J. Gilson, *The Political Ecology of Takeovers: Thoughts on Harmonizing the European Corporate Governance Environment*, in *European Takeovers Law e Practice*, eds. K. Hopt e E. Wymeersch, Butterworths, Londra, 1992.

¹⁷ Benedettelli, *Offerte pubbliche d'acquisto e concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, 5, 551

¹⁸ M. Tola, *La direttiva europea in materia di OPA*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, 4, 490 ss.; P. Sfameni, *La nuova Direttiva europea sulle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2004, 4, 1000 ss.; F.M. Mucciarelli, *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'OPA*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 830 ss; F.M. Mucciarelli, *L'attuazione della Direttiva OPA nell'ordinamento italiano*, *ivi*, 2008, 3, I, 448 ss.; C. Mosca e A. Angelillis, *Considerazioni sul recepimento della Tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento dalla Commissione europea*, in *Riv. soc.*, 2007, 5, 1106 ss; L. Scipione, *La direttiva europea in materia di OPA: profili generali e aspetti comparatistici*, in *Riv. dir. impr.*, 2005, I, 185 s.; B. Dauner Lieb e M. Lamandini, *La nuova proposta di direttiva in materia di diritto delle società concernente le offerte pubbliche di acquisto e il conseguimento di condizioni e regole uniformi*, Bruxelles, 9 dicembre 2002, 59, in www.europarl.europa.eu/comparl/jiur/study/complaw_it.pdf; Russo, *La nuova direttiva n. 2004/25/CE*.

¹⁹ Benedettelli, *cit.*, in cui si evidenzia anche: "Ci si può chiedere incidentalmente se, in considerazione degli interessi tutelati, non sarebbe stato possibile attribuire alla disciplina un'*emprise* più ampia, assoggettando alla stessa anche società di Stati terzi, se quotate in un mercato regolamentato di uno Stato membro, nonché società di Stati membri, se quotate in mercati regolamentati di Stati terzi, e se tale limitazione non possa dare origine a regimi irragionevolmente differenziati e perciò potenzialmente discriminatori".

Quanto alla **Direttiva Prospetto**, questa **si applica** con riguardo a strumenti finanziari emessi tanto da società di Stati membri, quanto da società di Stati terzi, quando tali strumenti:

(i) siano oggetto di una offerta di acquisto o di sottoscrizione rivolta al pubblico "*nel territorio*" di uno Stato membro (e cioè, sembra doversi intendere, al pubblico di soggetti domiciliati o residenti o con sede in tale territorio, sembrando eccessivo applicare la disciplina comunitaria anche ad offerte che raggiungano in uno Stato membro soggetti normalmente stabiliti in Stati terzi e che si trovino lì per ragioni contingenti)

ovvero

(ii) siano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato che "*ha sede o opera in uno Stato membro*" (e cioè, sembra doversi intendere, che è soggetto alla legislazione di tale Stato in virtù di tali elementi di connessione). Dunque, la Direttiva Prospetto ha un ambito di operatività non esattamente coincidente con quello della Direttiva OPA, e in parte più ampio, nella misura in cui interessa anche sollecitazioni su titoli di società di Stati terzi²⁰.

Ora, come evidenziato dai legali esperti di *international capital markets*²¹, le offerte pubbliche di scambio sono disciplinate, insieme alle offerte pubbliche di acquisto, nel Titolo II (*Appello al pubblico risparmio*), Capo II, del Testo Unico della Finanza. Lo stesso articolo 1 del TUF, comma 1, lettera v), nel fornirne la definizione, tratta congiuntamente le offerte pubbliche di acquisto e di scambio. Tale impostazione è stata, da ultimo, confermata in occasione delle modifiche apportate al TUF per il recepimento delle direttive comunitarie di riferimento²².

La riconducibilità nel nostro ordinamento delle offerte pubbliche di scambio nell'ambito di **applicazione della disciplina delle offerte di acquisto**, anziché di quella delle offerte di vendita e sottoscrizione, comporta che in Italia la promozione di offerte pubbliche di scambio presupponga l'approvazione da parte della CONSOB di un documento d'offerta redatto in conformità agli schemi previsti dall'articolo 37, comma 1, del Regolamento adottato con Delibera CONSOB n. 11971 del 14 maggio 1999 di attuazione del TUF, concernente la disciplina degli emittenti, come modificato (il Regolamento Emittenti), e che, in occasione di offerte di scambio transfrontaliere, non sia consentito fruire del c.d. "*passaporto europeo*"

²⁰ Benedettelli, cit.,

²¹ Allen & Overy, *Alert, Recent developments, Offerte transfrontaliere: l'orientamento della CONSOB*, 20 aprile 2009.

²² Allen & Overy, cit.

previsto dalla Direttiva Prospetti, che, a differenza del riconoscimento del documento d'offerta previsto dall'articolo 6, comma 2, secondo paragrafo, della Direttiva OPA²³, prescinde da qualsivoglia intervento dell'autorità del paese ospitante e può comportare, ove il prospetto sia redatto in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale, la traduzione della sola nota di sintesi.

4. L'opinione degli operatori internazionali - Un caso concreto: il *restructuring* del *bond* della British Airport Authority

La summenzionata disciplina del mercato italiano per le offerte di scambio ha determinato la considerazione dell'Italia come mercato eccessivamente complicato per tale tipo di operazioni, con la conseguenza di diverse mancate promozioni in Italia di alcune offerte di scambio aventi ad oggetto titoli obbligazionari recentemente svoltesi in seno all'Unione Europea. In tali casi, gli offerenti, senza informare la CONSOB, hanno escluso i portatori italiani di tali titoli dal novero dei destinatari dell'offerta a causa dell'asserita eccessiva onerosità delle procedure previste dal nostro ordinamento per la promozione di un'offerta in Italia. Un caso pratico è stato quello del *bond* emesso dall'inglese British Airport Authority (Baa) che, alle prese con una difficile situazione societaria, ha deciso nell'agosto scorso di sostituire alcuni suoi *bond* con un altri di nuova emissione e a più lunga scadenza. In tale mese, la BAA Ltd., nell'ambito di una ristrutturazione dei suoi debiti, fu autorizzata dalla maggioranza degli obbligazionisti a sostituire il *bond* XS0201491163 con un nuovo *bond* XS0383001640 a chi aveva approvato la ristrutturazione e a liquidare immediatamente, a prezzo di mercato, a tutti gli altri obbligazionisti...tranne che gli obbligazionisti italiani. Qual'è la motivazione per tale esclusione? La summenzionata normativa italiana.

Come evidenziato dalla stampa specialistica italiana, "Nate per proteggere i risparmiatori le norme sulla sollecitazione all'investimento rischiano piuttosto di danneggiarli. Per la seconda volta in pochi giorni un'obbligazione estera è oggetto di un piano di ristrutturazione che, esplicitamente, esclude gli investitori italiani"²⁴.

L'Autore menziona proprio il **caso della Baa** "che, alle prese con una difficile situazione societaria, ha deciso nell'agosto scorso di sostituire alcuni

²³ DIRETTIVA N. 2004/25/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO DEL 21 APRILE 2004 CONCERNENTE LE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO.

²⁴ Riccardo Sabbatini, *Il Sole 24 Ore*, *La trappola dei bond senza prospetto*, 18 Dicembre 2008.

suoi bond con un altri di nuova emissione e a più lunga scadenza. Ma, appunto, **escludendo dall'operazione gli investitori statunitensi e italiani**. Quest'ultimi si dovranno accontentare del risultato della vendita (a partire dal febbraio 2009) di titoli "di transito" (*escrow right*) nei quali le loro vecchie obbligazioni sono state nel frattempo concambiate.

Il motivo dell'esclusione? Starebbe nelle severe norme italiane sulla sollecitazione che spingerebbe gli emittenti esteri a "cancellare" la penisola per evitare possibili contenziosi legali con i *regulator*. In particolare c'è una vecchia comunicazione della Consob (gennaio 2004) che assimila ad offerte di scambio tutte le forme di ristrutturazione del debito che coinvolgono aspetti essenziali di obbligazioni. Obbligando gli emittenti a redigere un relativo prospetto informativo²⁵.

La situazione, in questo caso, era che "però, un prospetto è stato scritto (autorizzato dal *regulator* inglese, la Fsa) ed il problema potrebbe piuttosto risiedere negli oneri legati al riconoscimento reciproco del documento informativo (ad esempio nella sua traduzione in italiano). Le norme di maggiore protezione, allora, agiscono contro gli investitori? A giudizio della Consob una simile interpretazione non sarebbe corretta anche se - viene ammesso - casi simili di esclusione non sono infrequenti."²⁶

La questione ha avuto un grande risalto tra i risparmiatori: come evidenziato nel summenzionato articolo "In un *forum* molto animato sul sito internet di **Finanza Online** gli investitori italiani si sentono discriminati e penalizzati rispetto agli altri"²⁷: gli obbligazionisti avevano anche apprestato una lettera da inviare alla Consob, disponibile su internet²⁸ di cui si riportano alcuni passi significativi: "Senza che gli obbligazionisti italiani ricevessero alcun avvertimento preventivo (agli obbligazionisti italiani nemmeno furono inviate da BAA Ltd. le comunicazioni sulle richieste di ristrutturazione che gli altri obbligazionisti ricevettero, con evidente danno per noi!), ad Agosto

²⁵ Riccardo Sabbatini, cit.

²⁶ Riccardo Sabbatini, cit., che aggiunge: "Proprio in un'occasione simile, nel settembre del 2007, la commissione italiana intervenne nei confronti della francese Danone che intendeva impedire a soggetti italiani di partecipare ad un'offerta promossa sulla società olandese Royal Numico. La mancata sollecitazione dell'offerta in Italia - chiari la Consob - non impedisce ai residenti nella penisola «di cedere spontaneamente le loro azioni al soggetto offerente, senza che possa così ritenersi che l'offerente abbia violato la normativa italiana». Nel caso della Baa dovrebbe accadere lo stesso e gli intermediari che hanno in custodia i titoli - tra gli altri Intesa Sanpaolo, Banca Generali, Deutsche Bank e Unicredit- dovrebbero accettare le adesioni all'offerta. E se l'emittente farà resistenza l'*authority* italiana interverrà - viene assicurato - per garantire la parità di trattamento".

²⁷ Riccardo Sabbatini, cit.

²⁸ Sito *finanza on line*, in <http://www.finanzaonline.com/forum/attachment.php?attachmentid=1049040&d=1238889257>.

2008 l'emittente BAA Ltd., nell'ambito di una ristrutturazione dei suoi debiti, fu autorizzata dalla maggioranza degli obbligazionisti a sostituire il bond XS0201491163 con un nuovo bond XS0383001640 a chi aveva approvato la ristrutturazione e a liquidare immediatamente, a prezzo di mercato, quasi tutti gli altri obbligazionisti"²⁹... "Il "quasi" è d'obbligo perché, a detta dell'emittente esclusivamente per colpa di Consob), agli obbligazionisti italiani non fu nè assegnato il nuovo bond nè furono liquidati i vecchi bond, ma furono concessi dei diritti provvisori XS0384371190 BAA Escrow Bond...Noi e sicuramente la maggioranza degli obbligazionisti BAA italiani non riuscimmo quindi a vendere gli Escrow Bond e attualmente stiamo aspettando che l'emittente proceda a rimborsarci, in data imprecisata entro l'Agosto p.v., con il ricavato della vendita dei nostri Escrow Bond eseguita da un Marketing Agent all'uopo incaricato"³⁰.

In tale missiva, si contesta alla Consob una certa responsabilità, posto che, dichiarano gli investitori: "Purtroppo non abbiamo avuto notizia sino ad ora di alcuna azione efficace di Consob a tutela dei nostri risparmi investiti nei bond BAA.

Abbiamo solamente ricevuto da Consob che riteniamo però del tutto insoddisfacente: esso della questione in oggetto cita fatti già noti, senza peraltro spiegare i motivi e/o le cause della critica e penalizzante situazione di stallo in cui parecchi investitori italiani si trovano. In esso un innominato che sembra parlare a nome di Consob attribuisce la responsabilità della mancata offerta di scambio all'emittente BAA Ltd. mentre quest'ultimo, al contrario, ci ha ripetutamente indicato la Consob come responsabile del mancato concambio dei bond BAA (in quanto la Consob avrebbe preteso la traduzione in italiano dell'intero prospetto -e non una semplice nota di sintesi- ostacolando e rendendo così impraticabile per gli obbligazionisti italiani l'intera operazione)"³¹.

5. La Comunicazione Consob n. 9034174 del 16 aprile 2009

Forse, anche alla luce del clamore che ha accompagnato tale vicenda, la Consob è intervenuta con la comunicazione n. 9034174 del 16 aprile 2009, avente ad oggetto "Offerte pubbliche di scambio, aventi ad oggetto titoli obbligazionari, promosse contestualmente in più paesi dell'Unione Europea",

²⁹ Sito Finanza on line, cit.

³⁰ Sito *Finanza on line*, cit.

³¹ *Ibidem*.

che appare opportuno esaminare.

In tale comunicazione la Commissione conferma che le **offerte pubbliche di scambio** sono disciplinate, come noto, insieme alle **offerte di acquisto**, impostazione questa confermata anche in occasione delle modifiche recentemente apportate al TUF per il recepimento delle direttive comunitarie nonostante la direttiva n. 2003/71, c.d. Direttiva Prospetto, preveda tra i casi di esenzione elencati nell'art. 4, un'ipotesi specifica per gli strumenti offerti "*tramite un'offerta di scambio*", così implicitamente affermandone la riconducibilità alla disciplina delle offerte di vendita e sottoscrizione.

In tal senso in alcuni paesi europei, per lo svolgimento di un'offerta pubblica di scambio è previsto l'obbligo di pubblicare un prospetto redatto e approvato ai sensi della Direttiva 2003/71 e del regolamento comunitario attuativo della stessa (Regolamento n. 809/2004, in seguito anche il "Regolamento 809") mentre invece in Italia la promozione di offerte pubbliche di scambio presuppone l'approvazione da parte della Consob di un documento d'offerta redatto in conformità agli schemi previsti dall'articolo 37, comma 1, del Regolamento Emittenti³².

In occasione di offerte di scambio svolte contestualmente in più paesi dell'Unione Europea (di seguito anche "offerte di scambio transfrontaliere") - rileva la Consob - la suddetta riconducibilità nel nostro ordinamento delle offerte pubbliche di scambio nell'ambito di applicazione della disciplina delle offerte di acquisto anziché di quella delle offerte di vendita e sottoscrizione non consente di fruire del c.d. "passaporto europeo" che, a differenza del riconoscimento del documento d'offerta previsto dall'art. 6, comma 2, secondo paragrafo, della Direttiva n. 2004/25 (c.d. Direttiva OPA), prescinde da qualsivoglia intervento dell'autorità del paese ospitante e può comportare, ove il prospetto sia redatto in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale, la traduzione della sola nota di sintesi³³.

Tale circostanza è stata addotta a motivazione della mancata promozione in Italia di alcune offerte di scambio aventi ad oggetto titoli obbligazionari recentemente svolte in Europa.

In particolare in tali casi gli offerenti, senza peraltro informarne preventivamente la Consob, hanno escluso i portatori italiani di tali titoli dal novero dei destinatari dell'offerta a causa dell'eccessiva onerosità delle procedure previste dal nostro ordinamento per la promozione di

³² Comunicazione Consob, n. 9034174, 16 aprile 2009.

³³ *Ibidem*.

un'offerta in Italia.

In particolare è stato sostenuto che, stante l'applicabilità alle offerte di scambio della disciplina prevista per le offerte d'acquisto e la conseguente impossibilità di godere del passaporto europeo, l'estensione dell'offerta agli investitori italiani avrebbe richiesto la redazione, non prevista dalle vigenti disposizioni comunitarie, di un ulteriore documento da sottoporre all'approvazione della Consob³⁴.

Ed infatti può accadere che nel paese europeo di riferimento, nei casi in cui oggetto dell'offerta siano strumenti diversi da quelli azionari, non sia previsto l'obbligo di redigere un documento d'offerta.

Quando, infatti, vengono offerti in scambio titoli di nuova emissione, in luogo del documento d'offerta, di norma è richiesta la redazione di un prospetto ai sensi della Direttiva 2003/71.

In tali casi pertanto, gli offerenti per non redigere un documento d'offerta ai sensi della disciplina italiana, hanno preferito non solo non effettuare alcuna offerta in Italia ma anche precludere agli investitori italiani l'adesione all'offerta svolta all'estero.

Deve peraltro rilevarsi che, avuto particolare riguardo a tale ultima circostanza, come già ripetutamente evidenziato dalla Consob, nella normativa nazionale non vi sono disposizioni che precludano la possibilità per soggetti residenti in Italia di cedere i propri titoli nel corso di un'offerta che non sia promossa anche in Italia.

La **mancata predisposizione della documentazione relativa all'offerta pubblica** in conformità con quanto prescritto dagli articoli 101 *bis* ss. del TUF comporta infatti esclusivamente che l'offerente non possa svolgere alcuna attività promozionale e/o di carattere informativo in Italia. La mancata accettazione delle adesioni provenienti da soggetti residenti in Italia non trova pertanto alcun fondamento in disposizioni normative o regolamentari italiane³⁵.

Ferma restando la possibilità per gli investitori italiani di aderire ad offerte promosse all'estero, la mancata promozione dell'offerta anche in Italia sembrerebbe, tuttavia, compromettere la parità di trattamento e di tutela informativa con gli investitori di altri paesi europei. Tali operazioni, spesso connesse a ristrutturazioni del debito, sono peraltro diventate sempre più frequenti in conseguenza dell'attuale stato di crisi finanziaria³⁶.

In tal senso, al fine di facilitare, per quanto possibile, la partecipazione

³⁴ *Ibidem*.

³⁵ Comunicazione Consob, n. 9034174, 16 aprile 2009.

³⁶ *Ibidem*.

degli investitori italiani alle predette offerte e nel quadro di una maggiore aderenza allo scopo della normativa comunitaria di riferimento, la Consob ha rappresentato al Ministero dell'Economia e delle Finanze l'esigenza di modificare quanto prima il TUF prevedendo che le offerte di scambio possano, in presenza di determinate circostanze, essere alternativamente sottoposte alla disciplina degli articoli 93 *bis* ss., relativa alle offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione, anziché a quella delle offerte pubbliche d'acquisto.

Tale impostazione, oltre ad essere in linea con la normativa comunitaria, consentirebbe agli offerenti di fruire del passaporto europeo contemperando l'esigenza di riduzione degli oneri per gli offerenti con quella di adeguata tutela informativa degli investitori³⁷.

In attesa dei tempi tecnici necessari per l'adozione delle sopra descritte proposte normative, la Consob ritiene che, compatibilmente con le norme del TUF, sia necessario prevedere misure di carattere generale atte a facilitare la suddetta estensione delle offerte di scambio e la parità di trattamento degli investitori almeno a livello europeo³⁸.

In particolare, occorre riconsiderare, ancorché data l'urgenza solo in via interpretativa, le disposizioni regolamentari che impongono il rispetto degli schemi previsti dal Regolamento Emittenti rendendo noto agli operatori che in determinate circostanze - ferma restando l'applicabilità degli articoli 101 *bis* ss., TUF, e tenuto conto del potere attribuito da tali norme alla Consob di disciplinare con regolamento, tra l'altro, i contenuti del documento d'offerta e il riconoscimento dei documenti d'offerta approvati da altre autorità di vigilanza - è possibile promuovere in Italia un'offerta di scambio, avente ad oggetto titoli obbligazionari, mediante la diffusione di documenti non redatti in base allo schema sub allegato 2 A al Regolamento Emittenti.

Tale orientamento costituisce un'**interpretazione della normativa nazionale in linea con lo scopo dettato dalle direttive comunitarie di riferimento**, di favorire la circolazione dei capitali nell'Unione Europea eliminando gli ostacoli frapposti alla creazione di un mercato finanziario unico. Peraltro le regole di trasparenza informativa dettate dalla Direttiva Prospetto devono ritenersi idonee al perseguimento delle finalità di tutela proprie, sul piano degli obblighi informativi, anche della disciplina italiana in materia di offerte pubbliche d'acquisto³⁹.

³⁷ Comunicazione Consob, n. 9034174, 16 aprile 2009.

³⁸ *Ibidem*.

³⁹ *Ibidem*.

In tal senso, in occasione di **offerte di scambio transfrontaliere**, aventi ad oggetto titoli obbligazionari con emissione di nuovi titoli, l'offerente potrà utilizzare, in luogo del documento d'offerta redatto secondo lo schema 2 A allegato al Regolamento Emittenti, il prospetto redatto per l'offerta di scambio ai sensi della Direttiva Prospetti, ovvero la traduzione della nota di sintesi dello stesso, debitamente approvata dall'autorità competente del Paese d'origine.

Cosa deve fare un potenziale offerente? Questi è invitato a contattare per tempo gli uffici della Consob illustrando le caratteristiche dell'operazione e le norme del Regolamento Emittenti la cui applicazione non appare in linea con le peculiarità della struttura dell'operazione connesse al contestuale svolgimento della stessa in più paesi o con la normativa vigente nel paese d'origine dell'offerente, e trasmettendo la bozza della nota di sintesi ovvero del documento destinato a circolare presso i destinatari dell'offerta, soggetto all'approvazione dell'autorità competente⁴⁰.

La Consob, esaminate le caratteristiche dell'operazione, comunica all'offerente se il documento utilizzato per la promozione dell'offerta negli altri paesi europei possa consentire agli investitori italiani di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta. A tal fine la **nota di sintesi** ovvero il documento destinato alla circolazione **dovrà contenere almeno informazioni sulle modalità e i termini di adesione all'offerta in Italia**, le modalità di pagamento del corrispettivo nonché il relativo trattamento fiscale, l'indicazione dei fattori di rischio che hanno rilevanza ai fini della decisione di disinvestimento, indicazioni di potenziali conflitti di interesse in capo ai soggetti coinvolti nell'operazione nonché informazioni relative alla delibera di emissione degli strumenti finanziari offerti in scambio⁴¹.

In caso positivo l'offerente potrà presentare la comunicazione prevista dall'art. 102, TUF allegando tale documento ancorché non redatto in conformità agli schemi previsti dal Regolamento Emittenti. La Consob, ove sussistano i presupposti indicati dall'art. 102, TUF, approva il documento in tempi possibilmente compatibili con l'inizio dell'offerta nel resto d'Europa⁴².

⁴⁰ Comunicazione Consob, n. 9034174, 16 aprile 2009.

⁴¹ *Ibidem*.

⁴² *Ibidem*.

6. La modifica del Regolamento Emittenti ed il Decreto Legislativo del 18 Settembre 2009

Successivamente, in data 14 maggio 2009, la Consob ha approvato la Delibera n. 16893, che ha modificato il Regolamento Emittenti, rendendo meno stringenti le regole relative alle offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto obbligazioni e altri titoli di debito effettuate contemporaneamente in più di uno Stato Membro della UE.

In conseguenza di tale modifica, ove tali offerte pubbliche di scambio siano effettuate sulla base di un prospetto approvato dall'autorità competente di un altro Stato Membro della UE in conformità alla Direttiva sui Prospetti, l'offerente può utilizzare tale prospetto ai fini dell'**offerta di scambio in Italia in sostituzione di un documento di offerta, a condizione che:**

(i) il prospetto sia redatto in italiano o in una lingua comunemente utilizzata nell'ambito della finanza internazionale e sia passaportato con le normali modalità, ossia tramite notifica dall'autorità competente dello Stato Membro di origine alla Consob e deposito presso la Consob del prospetto e (nel caso il prospetto non sia redatto in italiano) di una traduzione in italiano della nota di sintesi;

(ii) la traduzione in italiano della nota di sintesi venga approvata dalla Consob - per tale ragione non sarebbe appropriato, dal punto di vista strettamente tecnico, parlare di "passaporto" ma piuttosto si dovrebbe parlare di procedimento autorizzativo;

(iii) in aggiunta alle informazioni richieste ai sensi della Direttiva sui Prospetti, la nota di sintesi deve contenere: - modalità e termini di adesione all'offerta pubblica di scambio in Italia; - modalità di pagamento del corrispettivo e relativo trattamento fiscale; - fattori di rischio che hanno rilevanza ai fini della decisione di adesione all'offerta pubblica di scambio; - sussistenza di potenziali conflitti di interesse in capo ai soggetti coinvolti nell'operazione; e - elementi essenziali della delibera di emissione degli strumenti finanziari offerti in scambio. Inoltre, il periodo minimo di offerta per tali offerte di scambio può essere ridotto a cinque giorni (in alternativa al minimo di 15 giorni ai sensi della legislazione esistente)⁴³.

Si è evidenziato come i **dettagli della procedura per l'ottenimento dell'approvazione da parte della Consob della nota di sintesi** non sono perfettamente chiari ma, sulla base di una comunicazione emanata dalla Consob il 16 aprile 2009, sembrerebbe necessario seguire i seguenti

⁴³ Studio Legale Clifford Chance, *Client briefing* maggio 2009, *Offerte pubbliche di scambio in Italia: un passo avanti?*, disponibile sul sito <http://www.cliffordchance.com/home/default.aspx>.

passaggi:

(i) l'offerente deve contattare Consob in via preliminare per illustrare la struttura dell'operazione ed inviare a Consob una bozza della traduzione in italiano della nota di sintesi;

(ii) successivamente Consob comunica se ritiene che la nota di sintesi possa consentire agli investitori italiani di prevenire ad un fondato giudizio sull'offerta;

(iii) in caso positivo, ha inizio la procedura formale di approvazione e l'offerente deve trasmettere il comunicato relativo all'offerta pubblica di scambio ai sensi dell'art. 102, TUF, allegando la versione definitiva della traduzione italiana della nota di sintesi;

(iv) la Consob successivamente approva la nota di sintesi tradotta in italiano come se fosse un documento di offerta⁴⁴.

Chiaramente ogni offerente dovrà tenere sotto controllo il processo di approvazione pendente presso l'autorità competente dello Stato Membro di origine e al contempo seguire l'evolversi della situazione con Consob al fine anche di valutare se questa "doppia" procedura possa avere impatti sulla tempistica complessiva dell'operazione, nonostante Consob abbia espresso la volontà di concedere l'approvazione con una tempistica che sia "compatibile con l'inizio del periodo di offerta nel resto d'Europa"⁴⁵.

Le reazioni alle nuove regole sono state, ad oggi, caute e non è chiaro quanto questo tentativo di alleggerimento del regime delle offerte di scambio sarà effettivamente efficace in pratica.

In particolare, **la nuova procedura presenta i seguenti svantaggi:**

(i) è percorribile solo ove l'offerente proponga di effettuare una offerta pubblica di scambio in più di uno Stato Membro della UE (vale a dire non solo in Italia) e abbia pubblicato un prospetto in conformità alla Direttiva sui Prospetti; tuttavia molte offerte di scambio nell'ambito delle diverse giurisdizioni dell'Unione Europea sono esenti dalla Direttiva sui Prospetti, dato che comportano l'emissione di nuovi titoli con valore nominale unitario di almeno 50.000 e, pertanto, non richiedono la pubblicazione di alcun prospetto in conformità alla Direttiva sui Prospetti ai fini dell'offerta;

(ii) come indicato in precedenza, il processo è più complesso rispetto alla procedura del passaporto prevista dalla Direttiva sui Prospetti in quanto comporta la comunicazione di ulteriori informazioni nella nota di sintesi, la presentazione alla Consob della nota di sintesi tradotta e

⁴⁴ Studio Legale Clifford Chance, cit.

⁴⁵ *Ibidem*.

l'ottenimento dell'approvazione da parte della stessa su tale documento: tutto ciò ha probabilmente un impatto sulla tempistica dell'offerta di scambio;

(iii) ai sensi della legislazione attuale, vi sono una serie di ulteriori requisiti che sembrano applicabili anche utilizzando la nuova procedura, come la predisposizione di un modulo di adesione in italiano (tramite il quale gli obbligazionisti in Italia aderiscono all'offerta di scambio) e un comunicato al mercato al momento del primo deposito formale della nota di sintesi tradotta presso la CONSOB (in cui sono riportate con un certo dettaglio le caratteristiche principali dell'operazione);

(iv) la nuova procedura si applica unicamente alle offerte di scambio di titoli di debito; per le offerte di scambio di titoli azionari e per le offerte pubbliche di acquisto di qualunque strumento finanziario con pagamento in contanti, rimane in vigore l'attuale disciplina (e, pertanto, l'obbligo di pubblicare un documento di offerta, a meno che non trovi applicazione le due deroghe precedentemente descritte)⁴⁶.

In ogni caso, la possibilità di "passaportare" un prospetto in Italia (seppur alle condizioni precedentemente descritte) al fine di effettuare un'offerta di scambio rappresenta sicuramente un passo in avanti rispetto al passato e offre un'alternativa agli offerenti rispetto alle due uniche strade fino ad oggi percorribili e cioè (i) ottenere dalla Consob l'approvazione di un documento di offerta o (ii) escludere totalmente gli investitori italiani dall'operazione⁴⁷.

Ultimo tassello volto a disciplinare le *International Public Exchange Offers* rispetto al mercato italiano è stato il D.Lgs. 18 settembre 2009 (il Decreto), che contiene disposizioni integrative e correttive del D.Lg. 19 novembre 2007, n. 229, recante attuazione della direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto.

Invero, il Decreto prevede che l'art. 102, TUF, dopo il comma 4, è aggiunto il seguente comma: "4-bis. Limitatamente alle offerte pubbliche di scambio che abbiano ad oggetto obbligazioni e altri titoli di debito, l'offerente può richiedere alla Consob che l'offerta sia soggetta, anche in deroga alle disposizioni del presente Capo, alla disciplina delle offerte al pubblico di vendita e di sottoscrizione, di cui al Capo I del presente Titolo.

La Consob, entro quindici giorni dalla presentazione della richiesta, accoglie la medesima, ove ciò non contrasti con le finalità indicate nell'art. 91".

Quali sono le conseguenze di tale previsione?

⁴⁶ Studio Legale Clifford Chance, cit.

⁴⁷ *Ibidem*.

È opportuno, a riguardo, richiamare un autorevole intervento: infatti, il provvedimento è stato di recente commentato dal mondo legale⁴⁸. In tale sede l'avvocato Leocani - anche alla luce della notevole *expertise* in tale settore - ha evidenziato che: *“Per capire la portata del potere attribuito a Consob di derogare alla disciplina delle Opvc e di applicare, su richiesta dell’offerente, la disciplina delle Opvs non solo nel contesto di offerte transfrontaliere, ma anche in ambito domestico, occorre riferirsi alle principali differenze tra i due corpus normativi e relative prassi di riferimento ed, in particolare, al grado di flessibilità del periodo di adesione e alla connessa facoltà di chiudere anticipatamente l’offerta, all’obbligo di pubblicazione di un supplemento ed al conseguente diritto di recesso in capo all’aderente, alla revocabilità dell’offerta (anche discrezionalmente dall’offerente purché sia previsto nel prospetto), alla responsabilità prevista in materia di prospetto per gli autori del medesimo e per il cd Responsabile del collocamento...omissis....cui si aggiungono difficoltà qualificatorie e di determinazione del regime applicabile al servizio di investimento prestato dagli intermediari incaricati della raccolta nel contesto di un’Opvc e relativi obblighi di trasparenza e correttezza degli investitori”*.

Un **potere di deroga** non scevro da conseguenze, anche sostanziali, sul piano giuridico, che troverà la possibilità di essere utilizzato (o non utilizzato), nelle prossime operazioni di tale genere che saranno svolte nel mercato domestico.

Il recente D.Lgs. 18 settembre 2009 (il Decreto), contiene disposizioni integrative e correttive del D.Lg. 19 novembre 2007, n. 229, recante attuazione della direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto.

Tra le modifiche rilevanti, vi è quella apportata all’art. 102 dove, dopo il comma 4, è aggiunto il seguente comma: *“4-bis. Limitatamente alle offerte pubbliche di scambio che abbiano ad oggetto obbligazioni e altri titoli di debito, l’offerente può richiedere alla Consob che l’offerta sia soggetta, anche in deroga alle disposizioni del presente capo, alla disciplina delle offerte al pubblico di vendita e di sottoscrizione, di cui al capo I del presente titolo.*

⁴⁸ Rappresentato dall’illustre Avvocato Paola Leocani, *partner* del dipartimento ICM dello Studio Legale Allen & Overy e responsabile del *team* ICM di Milano, *La nuova Opa al nodo dei riassetti*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 ottobre 2009.