

DIRITTO FINANZIARIO

## I derivati tra Opa e trasparenza

Stefano Crosio, Luca Ferrari e Cesare Silvani, Jones Day (Lex24)

La recente gravissima crisi finanziaria internazionale ha conferito ai derivati una repentina e sinistra notorietà, trasformandoli da oscuri prodotti finanziari, conosciuti da una ristretta cerchia di "iniziati", ad argomento di attualità nonché bersaglio favorito dell'opinione pubblica e di legislatori ed autorità di vigilanza tardivamente severi. La spirale speculativa che dai mutui subprime ha condotto all'incontrollabile proliferazione di "famigerati" derivati dalle esoteriche sigle oggi così note (MBS, CDO, CDS, ecc.), che hanno messo in ginocchio i mercati mondiali e rischiato di causare l'implosione dell'intero sistema finanziario, ha suscitato un senso di generale sfiducia e disapprovazione verso tali prodotti finanziari, nonché una diffusa convinzione della necessità di assoggettarli ad una stringente disciplina e a severi controlli. Ma i derivati non si prestano unicamente ad abusi di tipo "speculativo". Forse meno noto, ma altrettanto patologico, è, infatti, l'utilizzo distorto che in passato si è fatto di tali strumenti, grazie soprattutto alla pressoché totale assenza di trasparenza sui medesimi, allo scopo di eludere le regole in tema di offerte pubbliche d'acquisto e, quindi, di incidere in modo anomalo sugli assetti proprietari delle società quotate, come ha dimostrato in Italia il caso Ifil-Exor. Ed è proprio al fine di contrastare potenziali pratiche abusive attuabili attraverso l'uso distorto dei derivati che Consob ha di recente modificato le regole in materia di OPA obbligatoria e proposto di ampliare gli obblighi di *disclosure*.

### Disciplina previgente

Fino alle recenti modifiche, la disciplina dell'OPA obbligatoria faceva esclusivo riferimento alle azioni aventi diritto di voto in emittenti quotati. Gli strumenti finanziari derivati aventi come sottostante le medesime azioni non erano, invece, rilevanti ai fini del superamento delle soglie dell'OPA obbligatoria, ossia la soglia generale del 30% e la soglia del 5% per la c.d. OPA incrementale. Qualora i derivati fossero regolati per cassa (*cash-settled*), essi non erano nemmeno soggetti, salve alcune eccezioni (es. per gli azionisti con partecipazioni superiori al 10%), ad alcun obbligo di *disclosure* nei confronti di Consob o del mercato, poiché la disciplina in materia di trasparenza degli assetti proprietari riguardava solo le azioni con diritto di voto e le c.d. partecipazioni potenziali, ossia gli strumenti finanziari che attribuiscono ad un soggetto il diritto incondizionato o la discrezionalità di acquistare (c.d. potenziali in acquisto) ovvero di vendere (c.d. potenziali in vendita), mediante consegna fisica, le azioni dell'emittente.

Tale sistema, che pure era compatibile con la normativa comunitaria, ha tuttavia consentito lo sfruttamento dell'opacità dei derivati *cash-settled* per porre in essere pratiche abusive di "stake building" occulto volte ad eludere ovvero a posticipare il lancio dell'OPA obbligatoria. Emblematico in tal senso è il caso Ifil-Exor. Nell'aprile 2005, in prossimità della scadenza del celebre "convertendo", Exor e Merrill Lynch conclusero un *equity swap* da regolarsi in contanti sull'8% circa delle azioni FIAT. L'*equity swap*, di cui il mercato e Consob erano all'oscuro, fu in seguito regolato, anziché in contanti, mediante consegna fisica del sottostante, consentendo così ad Exor ed Ifil di mantenere il controllo di FIAT nonostante l'effetto diluitivo conseguente all'aumento di capitale riservato alle banche sottoscrittrici del convertendo e, al contempo, di aggirare l'obbligo di lanciare un'OPA su FIAT.

### Le nuove regole OPA: le soglie

A seguito delle recenti modifiche, ai fini del calcolo delle soglie OPA, deve ora tenersi conto anche degli strumenti finanziari derivati, sia *physically-settled* sia *cash-settled*, che conferiscano una posizione lunga sulle azioni con diritto di voto nell'emittente: alle azioni effettivamente detenute dall'investitore devono cioè sommarsi anche tutte quelle che costituiscono il nozionale dei derivati in cui il medesimo investitore sia parte lunga. Posizione lunga è quella posizione finanziaria in cui il contraente ha un interesse economico positivamente correlato all'andamento dell'azione, ossia all'apprezzamento del titolo. Consob ha così seguito l'esempio del Takeover Code britannico che, ai fini dell'OPA obbligatoria, utilizza l'ampia nozione di interest in shares, la quale accomuna le azioni ai derivati.

Ma qual è la ratio di tale assimilazione? E' evidente, infatti, la differenza esistente tra chi è azionista di una società e può, dunque, esercitare i diritti sociali (*in primis*, il diritto di voto) e chi, in quanto parte lunga di un derivato, ha meramente interesse a che l'azione sottostante si apprezzi. D'altronde, la parte corta di un derivato mostra talvolta uno scarso interesse per l'esercizio dei diritti di voto relativi alle azioni in suo possesso ed è, quindi, possibile che si verifichino fenomeni di c.d. *empty voting* e *hidden ownership*, cioè casi in cui chi è titolare del diritto di voto (la parte corta) non ha interesse ad esercitarlo e chi non lo è (la parte lunga) potrebbe influenzarne l'esercizio. Ciò vale anche nel caso di derivati *cash-settled* su azioni, in

quanto, nella prassi, la parte corta di tali derivati di solito copre, in via prudenziale, la propria esposizione (fa "hedging") acquistando a sua volta, in tutto o in parte, i titoli che rappresentano il nozionale del derivato. Alla scadenza del contratto, per la parte corta sarà di norma indifferente regolare in contanti il derivato e cedere le azioni sul mercato oppure trasferirle alla controparte, facilitandone, dunque, l'accesso al sottostante.

Se la nuova disciplina ha reso rilevanti i derivati a fini OPA, sono però previste alcune esclusioni, tra cui quella dei derivati negoziati in mercati regolamentati. Tale esclusione si giustifica col fatto che questi ultimi derivati sono standardizzati e spesso non consentono la modifica delle modalità di regolamento finale (ossia, da cash a physical) né l'identificazione della controparte ultima, rendendo così più arduo per la parte lunga l'accesso al sottostante. Le nuove regole sull'OPA obbligatoria riguardano, quindi, soltanto i derivati *over the counter*.

#### **Le nuove regole OPA: il prezzo**

Le posizioni lunghe detenute tramite derivati assumono altresì rilievo per determinare il prezzo dell'OPA. Questo deve essere non inferiore al prezzo più elevato pagato dall'offerente negli ultimi dodici mesi per acquistare i titoli oggetto d'offerta. In proposito Consob ha previsto che, a tali fini, il "prezzo" di una posizione lunga sia pari al prezzo di riferimento delle azioni sottostanti il derivato così come concordato dai contraenti (es. lo *strike price* in caso di opzioni) aumentato degli importi eventualmente pagati o ricevuti per l'acquisto della posizione lunga. Peraltro, i derivati sono ora rilevanti – al pari delle azioni – ai fini della c.d. *best price rule* e l'offerente sarà, quindi, tenuto ad offrire a tutti gli azionisti della società target il maggior prezzo dallo stesso pattuito, pendente l'offerta o nei sei mesi successivi, per derivati che attribuiscono posizioni lunghe sulle medesime azioni.

#### **Maggior trasparenza**

Anticipando una possibile modifica della Direttiva 2004/109/CE (attualmente allo studio della Commissione europea), Consob ha messo in consultazione modifiche regolamentari dirette ad estendere il vigente regime di trasparenza degli assetti proprietari ai derivati *cash-settled*. Se le operazioni aventi ad oggetto questi strumenti debbono oggi essere comunicate unicamente da una ristretta cerchia di soggetti, tra cui coloro che detengano più del 10% dell'emittente, Consob sembra ora propensa ad introdurre un regime di disclosure basato su un c.d. *three basket approach*.

Il primo basket includerebbe le azioni e manterrebbe invariate le soglie già previste dalla normativa vigente (prima soglia: 2%); il secondo conterrebbe le partecipazioni potenziali (solo in acquisto, in quanto verrebbe eliminato l'obbligo di comunicare le potenziali in vendita), con innalzamento della prima soglia dal 2% al 5%; nel terzo basket (prima soglia: 10%), l'investitore dovrebbe, invece, aggregare azioni, partecipazioni potenziali ed altre posizioni lunghe (quindi, anche quelle risultanti da derivati *cash-settled*), dando così evidenza del proprio interesse economico complessivo nell'emittente.

Maggiore trasparenza significa maggiori costi, non solo di compliance. Tuttavia, maggior trasparenza significa, altresì, migliore informativa agli investitori, il che dovrebbe tradursi in una maggior efficienza del mercato e in potenziali benefici per la corporate governance degli emittenti quotati. Al riguardo, un'importante esperienza estera è rappresentata ancora una volta dal Regno Unito, dove già dal 2009 gli obblighi di disclosure sono stati estesi – in misura assai più stringente di quanto proposto da Consob – alle posizioni lunghe da derivati *cash-settled*.

© RIPRODUZIONE RISERVATA