

OPTIME
Formazione
Studi e Ricerche

La remunerazione degli amministratori e i piani di successione

Milano, 24 maggio 2011

Le nuove regole in materia di OPA

Milano, 25 maggio 2011

Grand Hotel et de Milan

Optime Srl
Formazione, Studi e Ricerche

Tel. 011.0204111 (r.a.)
Fax. 011.5539113

Via Pastrengo 13 - 10128 Torino
P. IVA 09966310014
www.optime.it - info@optime.it

Elenco dei Relatori

Relatori prima giornata

Prof. Roberto Barontini

Ordinario di Finanza Aziendale
Scuola Superiore Sant'Anna di Pisa

Avv. Stefano Capiello

Ministero dell'Economia e delle Finanze
Dipartimento del Tesoro
Direzione Sistema Bancario e Finanziario, Affari Legali

Avv. Giuseppe Catalano

Direttore Affari Legali e Societari
Indesit Company

Dott. Enzo De Angelis

Partner Responsabile Board Practice
Spencer Stuart Italia

Dott. Carmine Di Noia

Vice Direttore Generale
Mercato dei Capitali e Società Quotate
Assonime

Avv. Marcello Giustiniani

Partner Responsabile Dipartimento Diritto del Lavoro
Bonelli Erede Pappalardo Studio Legale

Avv. Fabio Maniori

Studio Legale Maniori

Avv. Antonio Matonti

Area Affari Legislativi
Confindustria

Dott. Andrea Pecchio

Partner Responsabile Practice Servizi Finanziari
Spencer Stuart Italia

Avv. Raffaele Rizzi

Dirigente Centrale
Responsabile Area Legale e Societario
Banca Monte dei Paschi di Siena

Prof. Avv. Michele Siri

Docente di Diritto delle Assicurazioni e del Mercato
Finanziario
Università di Genova

Relatori seconda giornata

Avv. Giuseppe Cannizzaro

Of Counsel
Gianni Origoni Grippo & Partners
Consigliere di Amministrazione Sator

Dott. Mauro Cusmai

Of Counsel
Bonelli Erede Pappalardo Studio Legale

Prof. Avv. Marco Lamandini

Ordinario di Diritto Commerciale
Università di Bologna

Dott. Marcello Minenna

Responsabile Ufficio Analisi Quantitative
Consob

Dott.ssa Chiara Mosca

Dipartimento Studi Giuridici
Università L. Bocconi di Milano

Dott. Alessandro Pomelli

Ricercatore di Diritto Commerciale
Università di Bologna

Avv. Salvatore Providenti

Responsabile Ufficio Consulenza e Contenzioso Emittenti
Divisione Consulenza Legale
Consob

Avv. Antonio Segni

Partner
Labruna Mazziotti Segni Studio Legale

Prof. Avv. Andrea Zoppini

Ordinario di Diritto Privato Comparato
Università di Roma Tre

Coordinatore e Responsabile dell'Evento

Dott.ssa Maria Vittoria Curbis

Optime

*I partecipanti potranno, nei giorni che precedono l'evento, **anticipare on line ai docenti quesiti e temi di dibattito**, partecipare al **forum riservato agli iscritti** e inerente al tema dell'incontro.*

*Nel corso dell'intervento formativo saranno inoltre previste numerose **opportunità di dibattito** al fine di favorire l'interazione tra partecipanti e docenti, incentivare l'analisi di casi pratici e problematiche operative.*

Iscriviti alla newsletter www.optime.it

Prima giornata: martedì 24 maggio 2011

REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI PIANI DI SUCCESSIONE

Il nuovo quadro normativo di riferimento

Il Decreto Legislativo n. 259/2010: ambito di applicazione soggettivo e contenuti

La Comunicazione Consob n. DEM/11012984 del 24/2/2011

Rapporti con il novellato art. 7 del Codice di Autodisciplina

La disciplina sulle remunerazioni nel TUF e nel Regolamento Emittenti

Dott. Carmine Di Noia

Il ruolo della remunerazione variabile tra creazione di valore e incentivo all'assunzione di rischi

Allineamento degli interessi con quello degli azionisti e possibili distorsioni

Forme di lock-in o clausole risolutive

L'aspetto quantitativo

Prof. Roberto Barontini

I diversi piani di remunerazione variabile

Stock option

Stock grant

Esop

Balance score cards

Avv. Fabio Maniari

Trasparenza dei compensi agli amministratori

La struttura dell'informativa

Gli emolumenti per cariche ricoperte in società controllate

Il "riversamento" dei compensi percepiti in altre società: profili fiscali e societari

Gli emolumenti percepiti come dipendente

La remunerazione degli amministratori non esecutivi

Avv. Giuseppe Catalano

Indennità in caso di scioglimento anticipato del rapporto

Golden parachutes

Diritti relativi a piani di incentivazione

Consulenze

Post-retirement perks

Profili giuslavoristici

Avv. Marcello Giustiniani

La remunerazione degli amministratori in ambito bancario

Le nuove direttive di Banca d'Italia

La situazione degli amministratori delle banche

L'impatto delle Capital Requirements Directives

Politiche remunerative e regolamentazione bancaria

Avv. Raffaele Rizzi

La remunerazione degli amministratori in ambito assicurativo

Le politiche di remunerazione nella Direttiva Solvibilità II

La regolamentazione italiana in ambito assicurativo

Allineamento alla strategia di gestione del rischio

Destinatari e processo di approvazione e revisione

Ruolo dell'Autorità di vigilanza

Profili intersettoriali e di governo societario

Prof. Avv. Michele Siri

Il ruolo degli shareholders e degli stakeholders in relazione alla remunerazione

Il ruolo dell'assemblea: presentazione della relazione sulle remunerazioni, voto non vincolante, voto vincolante

Relazione con le procedure in materia di operazioni con parti correlate

Azioni di annullamento delle deliberazioni relative alla remunerazione

Azioni di risarcimento nei confronti del socio di maggioranza, amministratori, sindaci

Avv. Stefano Cappiello

I piani di successione

Competenza degli organi sociali in merito ai piani di successione

Natura e contenuto dei piani

Profili di riservatezza

Impedimento temporaneo e definitivo

Gli scorrimenti a cascata

Recenti orientamenti della Consob

Avv. Antonio Matonti

La redazione di un piano di successione

Il ruolo del consulente esterno

La definizione delle competenze

La scelta tra candidato interno ed esterno

L'esame dei candidati

Dott. Enzo De Angelis

Dott. Andrea Pecchio

Seconda giornata: mercoledì 25 maggio 2011

NUOVE REGOLE IN MATERIA DI OPA

Le novità alla luce del Regolamento Consob

Principi generali, obiettivi e ambito di applicazione

Il prezzo equo

Svolgimento dell'offerta

Misure difensive

Avv. Giuseppe Cannizzaro

Il "Decreto anti OPA"

Contenuto delle nuove previsioni

Profili di legittimità rispetto alla normativa comunitaria

Aspetti comparatisti

Prof. Avv. Andrea Zoppini

La regolazione delle OPA "interne" e le problematiche connesse al delisting

Il problema della pressure to tender

Le asimmetrie informative

La riapertura dell'offerta

Sell-out e squeeze-out

I casi in cui il prezzo è stabilito dalla Consob

Prof. Avv. Marco Lamandini

Dott. Alessandro Pomelli

L'azione di concerto

La clausola generale di "persone che agiscono di concerto"

I rapporti tra concerto e patti parasociali

Le presunzioni assolute nel TUF

Le presunzioni relative individuate dalla Consob con Regolamento

I casi, individuati dalla Consob con Regolamento, che non configurano concerto

"Persone che agiscono di concerto" e presupposto dell'obbligo di OPA

Gli acquisti di azioni effettuati dai cd. concertisti

Dott.ssa Chiara Mosca

Partecipazioni potenziali e strumenti finanziari derivati

Aspetti giuridici

– Le partecipazioni potenziali nella Direttiva Transparency

– La definizione della soglia ai sensi della Direttiva OPA

– La soglia nel TUF

– La definizione della soglia nella regolamentazione Consob e la disciplina transitoria

– I casi di rilevanza dei derivati e le esenzioni

Avv. Salvatore Providenti

Aspetti tecnico-finanziari

– Esempi concreti di rilevanza dei derivati

– Problemi di compatibilità e di coordinamento

Dott. Marcello Minenna

La disciplina della passivity rule

Contendibilità delle società quotate

Deroghe statutarie e competenze assembleari

La definizione preventiva delle "tecniche di difesa"

Il principio di reciprocità

Avv. Antonio Segni

Le nuove disposizioni in materia di esenzione dall'obbligo di OPA ed i poteri Consob

Il regime delle esenzioni dall'obbligo di OPA

I presupposti per le esenzioni che non necessitano di accertamento preventivo da parte di Consob

– operazioni dirette al salvataggio di società in crisi

– operazioni di fusione e scissione

– operazioni di carattere temporaneo

– acquisti a titolo gratuito

I poteri della Consob di disporre l'esenzione nei casi riconducibili a quelli previsti dalla legge

Dott. Mauro Cusmai



COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Convegno OPTIME: Le nuove regole in materia di OPA

Strumenti Derivati e Assetti Proprietari

Marcello Minenna
UFFICIO ANALISI QUANTITATIVE
CONSOB

Milano, 25 maggio 2011

Le opinioni espresse in questa presentazione sono dell'autore e non impegnano la Consob

SYLLABUS

Riepilogo Normativo

Applicazione della Teoria degli Insiemi agli Assetti Proprietari

Case Studies

SYLLABUS

Riepilogo Normativo

Applicazione della Teoria degli Insiemi agli Assetti Proprietari

Case Studies

OPA – DISCIPLINA PREVIGENTE

Partecipazioni effettive

Base di calcolo – Azioni ex 105 TUF

- **Acquisti >30%**
- **Acquisti >5%** negli ultimi **12** mesi da parte di coloro che detengono già il **30%** ma non la maggioranza nell'A.O.

Prezzo OPA: floor = media[media ponderata mkt 12 mesi; max(acquisti)]

OPA – DISCIPLINA IN VIGORE (DA APRILE 2011)

Partecipazioni effettive

Posizioni lunghe (che sintetizzano acquisti)

- derivati delta-one lunghi OTC (physical e cash settled)
- derivati convessi OTC (physical e cash settled)

Base di calcolo – Azioni ex 105 TUF

No delta-adjustment

Symmetrical netting

- Acquisti >30%
- Acquisti >5% negli ultimi 12 mesi da parte di coloro che detengono già il 30% ma non la maggioranza nell'A.O.

Prezzo di acquisto col derivato: *reference price* +/- eventuale premio

Es. long call : strike + premio

Prezzo OPA: floor = max(acquisti 12 mesi)

ASSETTI PROPRIETARI – DISCIPLINA IN VIGORE

1) Partecipazioni effettive

2%, 5%, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 35%,
40%, 45%, 50 %, 66,6%, 75 %, 90%, 95%

2) Partecipazioni Potenziali in acquisto

- derivati delta-one lunghi con physical delivery
- derivati convessi lunghi con physical delivery

2%, 5%, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 %, 75 %

3) Partecipazioni Potenziali in vendita

- se 1) o 2) > 2%
- derivati delta-one corti con physical delivery
- derivati convessi lunghi con physical delivery

25 %, 30 %, 50 %, 75 %

Comunicazioni non inclusive del *reference price*

Comunicazioni Indipendenti

No *netting*

No *delta-adjustment*

ASSETTI PROPRIETARI – DISCIPLINA IN FIERI (PROPOSTA DI MAGGIO 2011)

1) Partecipazioni effettive

2%, 5%, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 35%,
40%, 45%, 50 %, 66,6%, 75 %, 90%, 95%

2) Partecipazioni Potenziali (in acquisto)

- derivati delta-one lunghi con physical delivery
- derivati convessi lunghi con physical delivery

5%, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 %, 75 %

3) Posizioni Lunghe (che sintetizzano acquisti)

- derivati convessi corti con physical delivery
- derivati delta-one lunghi con cash settlement
- derivati convessi con cash settlement

4) Interesse Economico Complessivo

1) + 2) + 3)

10 %, 20 %, 30%, 50%

Comunicazioni non inclusive del *reference price*

Comunicazioni Indipendenti

No *netting*

No *delta-adjustment*

ASSETTI PROPRIETARI – CESR/ESMA OTTOBRE 2010

1) Partecipazioni effettive

Soglie fissate dallo Stato di origine
con range di armonizzazione minima

2) Partecipazioni Potenziali in acquisto
- derivati con physical delivery

Soglie fissate dallo Stato di origine
con range di armonizzazione minima

3) Posizioni Lunghe (che sintetizzano acquisti)
- derivati con cash settlement

Soglie fissate dallo Stato di origine
con range di armonizzazione minima

4) Totale

1) + 2) + 3)

Soglie fissate dallo Stato di origine
con range di armonizzazione minima

Comunicazioni Indipendenti

delta-adjustment: possibile

No *netting*

ASSETTI PROPRIETARI – CONSOB vs CESR/ESMA

1) Partecipazioni effettive	Soglie fissate dallo Stato di origine con range di armonizzazione minima
2) Partecipazioni Potenziali in acquisto - derivati con physical delivery	Soglie fissate dallo Stato di origine con range di armonizzazione minima
3) Posizioni Lunghe (che sintetizzano acquisti) - derivati con cash settlement	Soglie fissate dallo Stato di origine con range di armonizzazione minima
4) Totale 1) + 2) + 3)	Soglie fissate dallo Stato di origine con range di armonizzazione minima

Comunicazioni Indipendenti

delta-adjustment: possibile

No netting

La nuova disciplina regolamentare CONSOB:

- costituisce una sintesi dell'esperienza di vigilanza
- aumenta la trasparenza sui derivati
- avvicina l'informativa delle "comunicazioni" ed il prezzo dell'OPA all'operatività e ad alle misure di rischio dei mercati finanziari

SYLLABUS

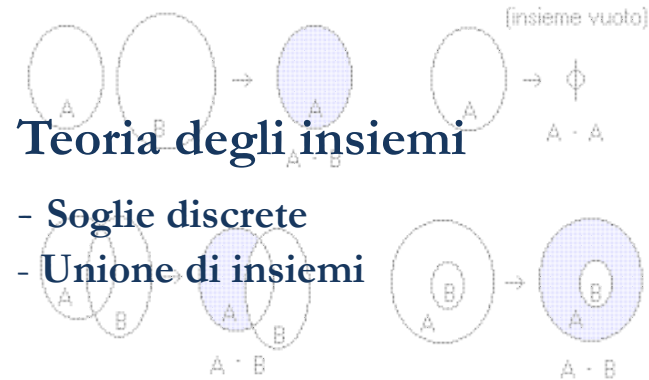
Riepilogo Normativo

Applicazione della Teoria degli Insiemi agli Assetti Proprietari

Case Studies

ASSETTI PROPRIETARI – CONSOB vs CESR/ESMA

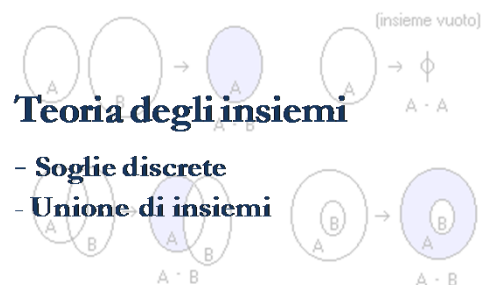
1) Partecipazioni effettive	Soglie
2) Partecipazioni Potenziali in acquisto - derivati con physical delivery	Soglie
3) Posizioni Lunghe (che sintetizzano acquisti) - derivati con cash settlement	Soglie
4) Totale 1) + 2) + 3)	Soglie



$$\{1 \cup 2 \cup [1 + 2 + 3]\} \succ \{1 \cup 2 \cup 3\}$$

ASSETTI PROPRIETARI – CONSOB vs CESR/ESMA

1) Partecipazioni effettive	Soglie
2) Partecipazioni Potenziali in acquisto - derivati con physical delivery	Soglie
3) Posizioni Lunghe (che sintetizzano acquisti) - derivati con cash settlement	Soglie
4) Totale 1) + 2) + 3)	Soglie

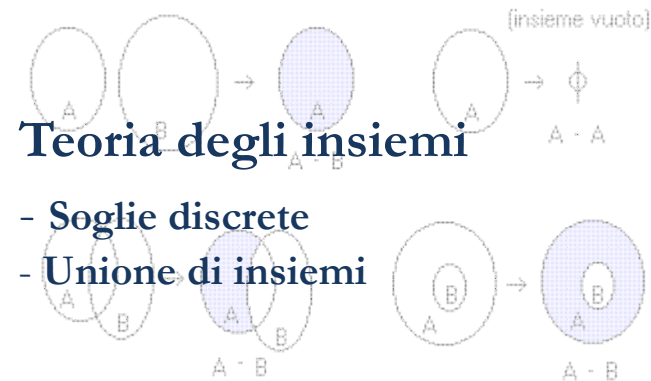


	1) Part.oni Effettive		2) Part. Potenziali Acquisto		3) Posizioni Lunghe		4) Totale/ I.E.C.		Trasparenza
	det.	dich.	det.	dich.	det.	dich.	det.	dich.	$\{1 \cup 2 \cup [1+2+3]\}$
T ₀	5%	5%	5%	5%	-	-	10%	10%	-
T ₁	9,9%	5%	9,9%	5%	1,2%	-	21%	21%	-
T ₂	9,9%	5%	9,9%	5%	9,2%	-	29%	21%	- 8%

	1) Part.oni Effettive		2) Part. Potenziali Acquisto		3) Posizioni Lunghe		4) Totale/ I.E.C.		Trasparenza
	det.	dich.	det.	dich.	det.	dich.	det.	dich.	$\{1 \cup 2 \cup 3\}$
T ₀	5%	5%	5%	5%	-	-	10%	-	-
T ₁	9,9%	5%	9,9%	5%	1,2%	-	21%	-	- 11%
T ₂	9,9%	5%	9,9%	5%	9,2%	9,2%	29%	-	-9,8%

ASSETTI PROPRIETARI – CONSOB vs CESR/ESMA

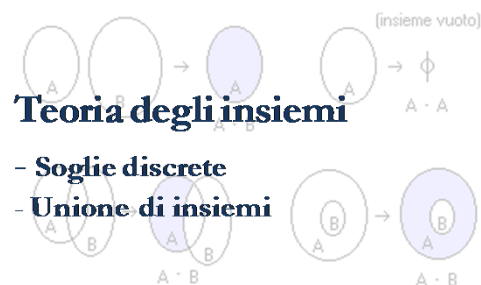
1) Partecipazioni effettive	Soglie
2) Partecipazioni Potenziali in acquisto - derivati con physical delivery	Soglie
3) Posizioni Lunghe (che sintetizzano acquisti) - derivati con cash settlement	Soglie
4) Totale 1) + 2) + 3)	Soglie



$$\{1 \cup 2 \cup 3 \cup [1 + 2 + 3]\} \succ \{1 \cup 2 \cup [1 + 2 + 3]\}$$

ASSETTI PROPRIETARI – CONSOB vs CESR/ESMA

1) Partecipazioni effettive	Soglie
2) Partecipazioni Potenziali in acquisto - derivati con physical delivery	Soglie
3) Posizioni Lunghe (che sintetizzano acquisti) - derivati con cash settlement	Soglie
4) Totale 1) + 2) + 3)	Soglie



	1) Part.oni Effettive		2) Part. Potenziali Acquisto		3) Posizioni Lunghe		4) Totale/ I.E.C.		Trasparenza
	det.	dich.	det.	dich.	det.	dich.	det.	dich.	{1 ∪ 2 ∪ 3 ∪ [1+2+3]}
T ₀	5%	5%	5%	5%	-	-	10%	10%	-
T ₁	9,9%	5%	9,9%	5%	1,2%	-	21%	21%	-
T ₂	9,9%	5%	9,9%	5%	9,2%	9,2%	29%	21%	21% ∪ 9,2%

	1) Part.oni Effettive		2) Part. Potenziali Acquisto		3) Posizioni Lunghe		4) Totale/ I.E.C.		Trasparenza
	det.	dich.	det.	dich.	det.	dich.	det.	dich.	{1 ∪ 2 ∪ [1+2+3]}
T ₀	5%	5%	5%	5%	-	-	10%	10%	-
T ₁	9,9%	5%	9,9%	5%	1,2%	-	21%	21%	-
T ₂	9,9%	5%	9,9%	5%	9,2%	-	29%	21%	- 8%

ASSETTI PROPRIETARI – CONSOB vs CESR/ESMA

1) Partecipazioni effettive	Soglie
2) Partecipazioni Potenziali in acquisto - derivati con physical delivery	Soglie
3) Posizioni Lunghe (che sintetizzano acquisti) - derivati con cash settlement	Soglie
4) Totale 1) + 2) + 3)	Soglie



$$\{1 \cup 2 \cup 3\} \quad ? \quad \{1 \cup 2 \cup [1+2+3]\}$$

$$\begin{aligned} \{1 \cup 2 \cup 3 \cup [1+2+3]\} &\supseteq \{1 \cup 2 \cup 3\} \\ &\supseteq \{1 \cup 2 \cup [1+2+3]\} \end{aligned}$$

STRUMENTI DERIVATI E ASSETTI PROPRIETARI

	1) Part.oni Effettive		2) Part. Potenziali Acquisto		3) Posizioni Lunghe		4) Totale/ I.E.C.		Trasparenza
	det.	dich.	det.	dich.	det.	dich.	det.	dich.	$\{1 \cup 2 \cup 3\}$
T ₀	5%	5%	5%	5%	-	-	10%	-	-
T ₁	9,9%	5%	9,9%	5%	1,2%	-	21%	-	- 11%
T ₂	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,2%	9,2%	29%	-	-

	1) Part.oni Effettive		2) Part. Potenziali Acquisto		3) Posizioni Lunghe		4) Totale/ I.E.C.		Trasparenza
	det.	dich.	det.	dich.	det.	dich.	det.	dich.	$\{1 \cup 2 \cup [1+2+3]\}$
T ₀	5%	5%	5%	5%	-	-	10%	10%	-
T ₁	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	1,2%	-	21%	21%	-
T ₂	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,2%	-	29%	21%	- 8%

	1) Part.oni Effettive		2) Part. Potenziali Acquisto		3) Posizioni Lunghe		4) Totale/ I.E.C.		Trasparenza
	det.	dich.	det.	dich.	det.	dich.	det.	dich.	$\{1 \cup 2 \cup 3 \cup [1+2+3]\}$
T ₀	5%	5%	5%	5%	-	-	10%	10%	-
T ₁	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	1,2%	-	21%	21%	-
T ₂	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,2%	9,2%	29%	29%	-

SYLLABUS

Riepilogo Normativo

Applicazione della Teoria degli Insiemi agli Assetti Proprietari

Case Studies

CASE STUDY 1

A possiede il 32% della società quotata B ma non la maggioranza nell'A.O.

T_0	A stipula un long forward con C - 4,8% del C.S. di B - scadenza T_4 - cash settled (o physical on request) - ATM: reference price $K_0 = S_0$
T_1	C acquista l'1,8% di B a S_1 C vende a D l'1,8% di B C stipula un equity swap OTC con D - 1,8% del C.S. di B - scadenza T_4 - delta-one - cash settled (o physical on request) - ATM: reference price $K_1 = S_1$

T_2	C acquista l'1,8% di B a S_2 C vende a E l'1,8% di B C stipula un equity swap OTC con E - 1,8% del C.S. di B - scadenza T_4 - delta-one - cash settled (o physical on request) - ATM: reference price $K_2 = S_2$
T_3	C acquista l'1,2% di B a S_3 C vende a F l'1,2% di B C stipula un equity swap OTC con F - 1,2% del C.S. di B - scadenza T_4 - delta-one - cash settled (o physical on request) - ATM: reference price $K_3 = S_3$
T_4	C chiude l'equity swap con D con phys. settl.
	C chiude l'equity swap con E con phys. settl.
	C chiude l'equity swap con F con phys. settl.
	A chiude il long forward con C con phys. settl.

CASE STUDY 1

<p style="text-align: center;">ASSETTI PROPRIETARI IN VIGORE</p> <p>- prima di T_4: nessuno dichiara nulla</p> <ul style="list-style-type: none"> • A non dichiara long forward perché cash • C non dichiara equity swap a T_2 perché cash <p>- a T_4: A dichiara il 36,8% di B (superamento soglia 35% in partecipazioni effettive)</p>	<p style="text-align: center;">OPA PREVIGENTE</p> <p>- No OPA obbligatoria perché sempre sotto soglia</p>
<p style="text-align: center;">ASSETTI PROPRIETARI <i>IN FIERI</i></p> <p>- prima di T_4: nessuno dichiara nulla</p> <ul style="list-style-type: none"> • A non dichiara long forward perché cash • A non aggiorna I.E.C. (30% < 32% < 36,8% < 50%) • C non dichiara equity swap a T_2 perché cash <p>- a T_4: A dichiara il 36,8% di B (superamento soglia 35% in partecipazioni effettive)</p>	<p style="text-align: center;">OPA IN VIGORE</p> <p>- No OPA obbligatoria perché sempre sotto soglia</p>
<p style="text-align: center;">PUNTI CHIAVE</p> <p>- trasparenza incompleta degli assetti proprietari</p> <p>- soluzione: aumentare la granularità delle soglie dell' I.E.C.</p>	<p style="text-align: center;">PUNTI CHIAVE</p> <p>- A sceglie se e quando lanciare un'OPA volontaria su B</p>

CASE STUDY 1-BIS

A possiede il 32% della società quotata B ma non la maggioranza nell'A.O.

T ₀	A stipula un long forward con C - 4,8% del C.S. di B - scadenza T ₄ - cash settled (o physical on request) - ATM: reference price $K_0 = S_0$
	A acquista una call su mkt reg.to - 0,2% del C.S. di B - scadenza T ₄ - physical settled - ATM: reference price $K_0 = S_0$
T ₁	C acquista l'1,8% di B a S₁ C vende a D l'1,8% di B C stipula un equity swap OTC con D - 1,8% del C.S. di B - scadenza T ₄ - delta-one - cash settled (o physical on request) - ATM: reference price $K_1 = S_1$

T ₂	C acquista l'1,8% di B a S₂ C vende a E l'1,8% di B C stipula un equity swap OTC con E - 1,8% del C.S. di B - scadenza T ₄ - delta-one - cash settled (o physical on request) - ATM: reference price $K_2 = S_2$
T ₃	C acquista l'1,2% di B a S₃ C vende a F l'1,2% di B C stipula un equity swap OTC con F - 1,2% del C.S. di B - scadenza T ₄ - delta-one - cash settled (o physical on request) - ATM: reference price $K_3 = S_3$
T ₄	C chiude l'equity swap con D con phys. settl.
	C chiude l'equity swap con E con phys. settl.
	C chiude l'equity swap con F con phys. settl.
	A chiude il long forward con C con phys. settl.
	A esercita la call

CASE STUDY 1-BIS

<p style="text-align: center;">ASSETTI PROPRIETARI IN VIGORE</p> <ul style="list-style-type: none"> - prima di T_4: nessuno dichiara nulla <ul style="list-style-type: none"> • A non dichiara long forward perché cash • C non dichiara equity swap a T_2 perché cash • A non dichiara call perché sotto soglia minima - a T_4: A dichiara il 37% di B (superamento soglia 35% in partecipazioni effettive) 	<p style="text-align: center;">OPA PREVIGENTE</p> <ul style="list-style-type: none"> - a T_4: A lancia OPA da consolidamento - prezzo OPA = media (P_{mkt}, S_0) con: $P_{mkt} = f(S_1, S_2, S_3, \epsilon)$ <p>Fino a T_4 il mkt non è informato degli assetti proprietari e consente a C, D e E acquisti a prezzi “bassi”</p>
<p style="text-align: center;">ASSETTI PROPRIETARI <i>IN FIERI</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - prima di T_4: nessuno dichiara nulla <ul style="list-style-type: none"> • A non dichiara long forward perché cash • A non aggiorna I.E.C. (30% < 32% < 37% < 50%) • C non dichiara equity swap a T_2 perché cash • A non dichiara call perché sotto soglia minima - a T_4: A dichiara il 37% di B (superamento soglia 35% in partecipazioni effettive) 	<p style="text-align: center;">OPA IN VIGORE</p> <ul style="list-style-type: none"> - a T_4: A lancia OPA da consolidamento - prezzo OPA = S_0
<p style="text-align: center;">PUNTI CHIAVE</p> <ul style="list-style-type: none"> - trasparenza incompleta degli assetti proprietari - soluzione: aumentare la granularità delle soglie dell' I.E.C. 	<p style="text-align: center;">PUNTI CHIAVE</p> <ul style="list-style-type: none"> - OPA scatta in ritardo: T_4 anziché T_0 - soluzione: includere i derivati “regolamentati” (ex 105, co. 2 TUF) - OPA a T_0 con pricing: $\exp[-r(T_4 - T_0)] * S_0 + \pi_{CALL} > S_0$

CASE STUDY 2

A possiede il 32% della società quotata B ma non la maggioranza nell'A.O.

T_0	<p>A vende 3 put OTC a C, D ed E ogni put:</p> <ul style="list-style-type: none"> - 1,6% del C.S. di B - scadenza T_1 - cash settled (o physical on request) - deep ITM: reference price $K_{OTC} \gg S_0$ - premio incassato su ciascuna put: π_{PUT}
T_1	<p>C, D ed E perfezionano l'acquisto dell'1,6% del CS di B (ciascuna indipendentemente)</p> <p>$S_1 < K_{OTC}$ C, D ed E esercitano le put stipulate con A con physical settlement</p>

CASE STUDY 2

<p style="text-align: center;">ASSETTI PROPRIETARI IN VIGORE</p> <ul style="list-style-type: none"> - a T_0: nessuno dichiara nulla <ul style="list-style-type: none"> • A non dichiara short put OTC perché “non su sua iniziativa” • C, D ed E non dichiarano long put OTC - fino a T_1: il mkt ignora il rastrellamento di C, D, ed E e non rivede vs l'alto il prezzo dell'azione di B: <ul style="list-style-type: none"> • C, D ed E acquistano a prezzi “bassi” • le put vendute da A restano ITM - a T_1: A dichiara il 36,8% di B (superamento soglia 35% in partecipazioni effettive) 	<p style="text-align: center;">OPA PREVIGENTE</p> <ul style="list-style-type: none"> - No OPA obbligatoria perché sempre sotto soglia
<p style="text-align: center;">ASSETTI PROPRIETARI <i>IN FIERI</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - a T_0: nessuno dichiara nulla <ul style="list-style-type: none"> • A non dichiara short put OTC perché non esiste basket autonomo • A non aggiorna I.E.C. (30% < 32% < 36,8% < 50%) • C, D ed E non dichiarano long put OTC - a T_1: A dichiara il 36,8% di B (superamento soglia 35% in partecipazioni effettive) 	<p style="text-align: center;">OPA IN VIGORE</p> <ul style="list-style-type: none"> - No OPA obbligatoria perché sempre sotto soglia
<p style="text-align: center;">PUNTI CHIAVE</p> <ul style="list-style-type: none"> - trasparenza incompleta degli assetti proprietari - soluzioni: <ul style="list-style-type: none"> • aumentare la granularità delle soglie dell' I.E.C. • inserire basket “autonomo” per posizioni lunghe 	<p style="text-align: center;">PUNTI CHIAVE</p> <ul style="list-style-type: none"> - A sceglie se e quando lanciare un'OPA volontaria su B

CASE STUDY 2-BIS

A possiede il 32% della società quotata B ma non la maggioranza nell'A.O.

T ₀	<p>A vende 3 put OTC a C, D ed E ogni put: - 1,6% del C.S. di B - scadenza T₁ - cash settled (o physical on request) - deep ITM: reference price $K_{OTC} \gg S_0$ - premio incassato su ciascuna put: π_{PUT}</p>
	<p>A vende una put su mkt reg.to - 0,2% del C.S. di B - scadenza T₁ - physical settled - ITM: reference price $K_{MKT} > S_0$</p>
T ₁	<p>C, D ed E perfezionano l'acquisto l'1,6% del CS di B (ciascuna indipendentemente)</p> <p>$S_1 < K_{OTC}$ C, D ed E esercitano le put stipulate con A con physical settlement</p> <p>$S_1 < K_{MKT}$ il mkt esercita la put stipulata con A</p>

CASE STUDY 2-BIS

<p style="text-align: center;">ASSETTI PROPRIETARI IN VIGORE</p> <ul style="list-style-type: none"> - a T_0: nessuno dichiara nulla <ul style="list-style-type: none"> • A non dichiara short put OTC perché “non su sua iniziativa” • A non dichiara short put reg.to perché “non su sua iniziativa” • C, D ed E non dichiarano long put - fino a T_1: il mkt ignora il rastrellamento di C, D, ed E e non rivede vs l'alto il prezzo dell'azione di B: <ul style="list-style-type: none"> • C, D ed E acquistano a prezzi “bassi” • le put vendute da A restano ITM - a T_1: A dichiara il 37% di B (superamento soglia 35% in partecipazioni effettive) 	<p style="text-align: center;">OPA PREVIGENTE</p> <ul style="list-style-type: none"> - a T_1: A lancia OPA da consolidamento - prezzo OPA = media (P_{mkt}, K_{OTC}) con: $P_{mkt} = f(S_C, S_D, S_E, \epsilon)$
<p style="text-align: center;">ASSETTI PROPRIETARI <i>IN FIERI</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - a T_0: nessuno dichiara nulla <ul style="list-style-type: none"> • A non dichiara short put OTC perché non esiste basket autonomo • A non dichiara short put reg.to perché non esiste basket autonomo • A non aggiorna I.E.C. ($30\% < 32\% < 37\% < 50\%$) • C, D ed E non dichiarano long put - a T_1: A dichiara il 37% di B (superamento soglia 35% in partecipazioni effettive) 	<p style="text-align: center;">OPA IN VIGORE</p> <ul style="list-style-type: none"> - a T_1: A lancia OPA da consolidamento - prezzo OPA = $K_{OTC} - \pi_{PUT}$
<p style="text-align: center;">PUNTI CHIAVE</p> <ul style="list-style-type: none"> - trasparenza incompleta degli assetti proprietari - soluzioni: <ul style="list-style-type: none"> • aumentare la granularità delle soglie dell' I.E.C. • inserire basket “autonomo” per posizioni lunghe 	<p style="text-align: center;">PUNTI CHIAVE</p> <ul style="list-style-type: none"> - OPA scatta in ritardo: T_1 anziché T_0 - pricing non considera il valore finanziario del tempo - soluzioni: <ul style="list-style-type: none"> • includere i derivati “regolamentati” (ex 105, co. 2 TUF) • OPA a T_0 con pricing che considera il valore finanziario del tempo (i.e. = $\exp(-r(T_1 - T_0)) * K_{OTC} - \pi_{PUT}$)

CASE STUDY 3

A non ha alcuna posizione sulla società quotata B

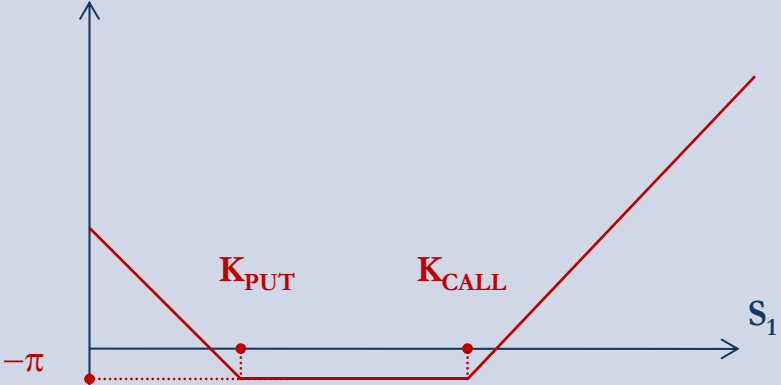
T ₀	<p>A compra azioni per il 2,8% del CS di B al prezzo S₀</p> <p>A stipula uno short forward con C</p> <ul style="list-style-type: none"> - 1,7% del C.S. di B - scadenza T₃ - physical settled - ATM: reference price K₀ = S₀ 	T ₂	<p>A compra call OTC da E</p> <ul style="list-style-type: none"> - 24,9% del C.S. di B - scadenza T₃ - cash settled (o physical on request) - deep OTM: reference price K₁ >> S₁
T ₁	<p>A compra azioni per il 2,2% del CS di B al prezzo S₁</p> <p>A stipula uno short forward con D</p> <ul style="list-style-type: none"> - 1,3% del C.S. di B - scadenza T₃ - physical settled - ATM: reference price K₀ = S₀ 	T ₃	<p>A vende il 2% del CS di B e realizza un profitto</p> <p>A chiude lo short forward con C con phys. settl.</p> <p>A chiude lo short forward con D con phys. settl.</p> <p>A non esercita le call stipulate con E</p>

CASE STUDY 3

ASSETTI PROPRIETARI IN VIGORE	
T_0	A dichiara partecipazioni effettive per il 2,8% del CS di B
T_1	A dichiara partecipazioni effettive per il 5% del CS di B A dichiara partecipazioni potenziali in vendita per il 3% del CS di B
ASSETTI PROPRIETARI <i>IN FIERI</i>	
T_0	A dichiara partecipazioni effettive per il 2,8% del CS di B
T_1	A dichiara partecipazioni effettive per il 5% del CS di B
T_2	A dichiara I.E.C. per il 29,9% di B
PUNTI CHIAVE	
<p>- con la disciplina <i>in fieri</i> a T_2 il prezzo di B sale perché il mkt riceve un'informazione di I.E.C. incompleta (i.e. che A stia per lanciare un'OPA su B)</p> <p>- soluzioni possibili:</p> <ul style="list-style-type: none"> • mantenere le partecipazioni potenziali in vendita • soglie dipendenti • <i>delta-adjustment</i> oppure informazioni sulle caratteristiche dei derivati (e.g. strike, premio, scadenza, etc.) 	

CASE STUDY 4

Hedge fund **A** costruisce una strategia di trading in opzioni su azioni della società quotata **B**

	<p>A compra 1 call OTC</p> <ul style="list-style-type: none"> - sottostante: 10% del C.S. di B - scadenza T_1 - cash settled - OTM: reference price $K_{CALL} > S_0$ - premio pagato: π_{CALL} 	<p>A compra 1 put OTC</p> <ul style="list-style-type: none"> - sottostante: 10% del C.S. di B - scadenza T_1 - cash settled - OTM: reference price $K_{PUT} < S_0$ - premio pagato: π_{PUT}
<p>T_1</p>	<p>$S_1 > K_{CALL}$: A esercita la call ma non la put: profitto = $S_1 - K_{CALL} - (\pi_{CALL} + \pi_{PUT}) * \exp(r^*(T_1 - T_0))$</p> <p>$S_1 < K_{PUT}$: A esercita la put; ma non la call: profitto = $K_{PUT} - S_1 - (\pi_{CALL} + \pi_{PUT}) * \exp(r^*(T_1 - T_0))$</p> <p>$K_{PUT} < S_1 < K_{CALL}$: A non esercita né la call né la put perdita = $-(\pi_{CALL} + \pi_{PUT}) * \exp(r^*(T_1 - T_0))$</p>	<p>Payoff <i>long strangle</i> a T_1</p>  <p>ove: $-\pi = -(\pi_{CALL} + \pi_{PUT}) * \exp(r^*(T_1 - T_0))$</p>

CASE STUDY 4

ASSETTI PROPRIETARI IN VIGORE

A non dichiara nulla

ASSETTI PROPRIETARI *IN FIERI*

al tempo T_0 A dichiara 10 % di IEC (per la *long call position*)

PUNTI CHIAVE

La strategia fallisce per via dell'informativa sugli assetti proprietari prevista dalla disciplina *in fieri*

- prima dell'annuncio il mkt stava "svalutando" B
- al tempo T_0 : A effettua una dichiarazione di I.E.C. e il mkt rivede verso l'alto il valore di B
- si verifica lo scenario $K_{PUT} < S_1 < K_{CALL}$
- A realizza una perdita

Soluzione: ammettere *netting*, anche asimmetrico

CASE STUDY 5

A e C intendono costruire una partecipazione rilevante non nota al mercato su un emittente quotato
(hp: paniere delle blue chips è composto da n titoli)

T_0	<p>A compra n call OTC da C</p> <p>call_i, (i=1,2,...,n)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 50% del C.S. di B_i - scadenza $T_{20}=T_0+20$ anni - physical settled - deep OTM: reference price $K_{0,i} \gg S_{0,i}$ <p>C compra n call OTC da A</p> <p>call_i, (i=1,2,...,n)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 50% del C.S. di B_i - scadenza $T_{20}=T_0+20$ anni - physical settled - deep OTM: reference price $K_{0,i} \gg S_{0,i}$
T_1	<p>A individua la società-target B_j</p> <p>A compra 1,7% del CS di B_j al prezzo S_{1,j}</p>

T_2	<p>A compra 3 call OTC da D, E e F</p> <p>ogni call</p> <ul style="list-style-type: none"> - 9,4% del C.S. di B_j - scadenza T₃ - cash settled (o physical on request) - ATM: reference price $K_2 = S_{2,j}$
T_3	<p>D, E ed F perfezionano il rastrellamento “silenzioso” del 28,2% del CS di B_j (9,4% ciascuna secondo un’operatività analoga a quella descritta nel case study 1)</p> <p>A esercita le 3 call comprate da D, E ed F con physical settlement</p>

CASE STUDY 5

<p style="text-align: center;">ASSETTI PROPRIETARI IN VIGORE</p> <ul style="list-style-type: none"> - a T_0: sia A che C dichiarano part.oni potenziali in acquisto sul 50% del CS di B_i ($i=1,2,\dots,n$) - a T_1: A non dichiara part.oni effettive in B_j perché sotto soglia - a T_2: A non dichiara long call OTC su B_j perché cash - a T_3: A dichiara il 29,9% di B_j (superamento soglia 25% in partecipazioni effettive) 	<p style="text-align: center;">OPA PREVIGENTE</p> <ul style="list-style-type: none"> - No OPA obbligatoria perché sempre sotto soglia
<p style="text-align: center;">ASSETTI PROPRIETARI <i>IN FIERI</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - a T_0: sia A che C dichiarano part.oni potenziali e I.E.C. sul 50% del CS di B_i ($i=1,2,\dots,n$) - a T_1: A non dichiara part.oni effettive in B_j perché sotto soglia - a T_2: A non dichiara long call OTC su B_j perché cash - a T_3: A dichiara il 29,9% di B_j (superamento soglia 25% in partecipazioni effettive) 	<p style="text-align: center;">OPA IN VIGORE</p> <ul style="list-style-type: none"> - No OPA obbligatoria perché sempre sotto soglia <i>(grazie a symmetrical netting)</i>
<p style="text-align: center;">PUNTI CHIAVE</p> <ul style="list-style-type: none"> - trasparenza incompleta degli assetti proprietari <ul style="list-style-type: none"> • “saturazione” I.E.C. con informazioni inutili, se non “fuorvianti” • ignoranza della reale evoluzione degli assetti proprietari di B_j nel tempo • possibilità di acquisire partecipazioni rilevanti a prezzi “bassi” - soluzioni: <ul style="list-style-type: none"> • inserire basket “autonomo” per posizioni lunghe • ammettere <i>netting</i> (almeno <i>symmetrical</i>) come in OPA vigente • <i>delta-adjustment</i> oppure informazioni sulle caratteristiche dei derivati (e.g. strike, premio, scadenza, etc.) 	<p style="text-align: center;">PUNTI CHIAVE</p> <ul style="list-style-type: none"> - A sceglie se e quando lanciare un’OPA volontaria su B_j



COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Convegno OPTIME: Le nuove regole in materia di OPA

Strumenti Derivati e Assetti Proprietari

Marcello Minenna
UFFICIO ANALISI QUANTITATIVE
CONSOB

Milano, 25 maggio 2011

Le opinioni espresse in questa presentazione sono dell'autore e non impegnano la Consob