CONSOB

Comunicazione n. DEM/11019934 del 16-3-2011

inviata a: Istituto Ligure Mobiliare S.p.A., Studio Legale …, e p.c. a Le Buone Società S.p.A.

OGGETTO: **Le Buone Società S.p.A. – Quesito in merito all'applicabilità dell'esenzione dall'obbligo di opa prevista dall'art. 106, comma 5, lett. c) del D. Lgs. n. 58/1998 e dall'art. 49, comma 1, lett. d) del Regolamento Emittenti ad operazioni di aumento di capitale**

1. Descrizione dell'operazione oggetto del quesito

Si fa riferimento alla nota …, con la quale lo Studio Legale … ("lo Studio Legale"), in nome e per conto dell'Istituto Ligure Mobiliare S.p.A. ("ILM") che detiene il controllo di fatto della quotata Le Buone Società S.p.A. ("Le Buone Società", "LBS" o "l'Emittente"), con circa il 27% del capitale, ha presentato un quesito concernente l'applicabilità dell' esenzione dall' obbligo di opa "*per cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente*" – prevista dal combinato disposto degli artt. 106, comma 5, lett. c) del d.lgs. n. 58/1998 ("TUF") e 49, comma 1, lett. d) del Regolamento Emittenti (anche "RE") - ad una operazione di aumento di capitale dell'Emittente diretta al "*rafforzamento patrimoniale di LBS*".

In particolare tale "*rafforzamento patrimoniale*" avverrebbe in due distinti momenti: un primo "Aumento di Capitale Riservato"; un secondo "Aumento di Capitale in Opzione *cum warrant*".

Il primo aumento di capitale a pagamento sarebbe destinato a terzi interessati allo sviluppo dell' Emittente, ai sensi dell'art. 2441, comma 4, seconda parte, C.C., nei limiti del 10% del capitale sociale preesistente, sarebbe in forma scindibile ed avrebbe un controvalore nominale di circa Euro 200.000,00. In esecuzione di detto aumento verrebbero emesse azioni ordinarie ad un prezzo di sottoscrizione pari al valore di mercato delle stesse ("Aumento di Capitale Riservato" o "primo Aumento di Capitale").

Nel quesito è stato evidenziato che tra coloro che hanno manifestato interesse alla sottoscrizione del suddetto Aumento è incluso un soggetto ("soggetto Alfa") il quale: (i) è legale rappresentante di una società che partecipa al capitale di ILM per una quota pari al 2,536%; (ii) è consigliere di ILM; (iii) è consigliere dell'Emittente.

In ragione delle cariche rivestite, il soggetto Alfa si qualifica:
(i) quale "persona che agisce di concerto" con ILM, ai sensi dell'art. 101-*bis*, comma 4-*bis*, lettera d) del TUF, in virtù del proprio ruolo di amministratore di ILM;
(ii) quale "parte correlata" dell 'Emittente ai sensi dell'Allegato 1 del regolamento Consob n. 17221/2010, in quanto "dirigente con responsabilità strategiche".

Più precisamente, il soggetto Alfa "*intenderebbe sottoscrivere una quota dell'Aumento di Capitale Riservato di entità tale per cui tale quota, sommata alla partecipazione di ILM, non supererebbe il 30% del capitale sociale dell'Emittente*".

Pertanto, lo Studio Legale ha evidenziato l'irrilevanza di detta sottoscrizione ai fini dell'applicazione dell'art. 109 del TUF ("*Sono solidalmente tenuti agli obblighi previsti dagli articoli 106 e 108 le persone che agiscono di concerto quando vengano a detenere, a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate nei predetti articoli*").

Il secondo Aumento di capitale sarebbe in opzione a tutti i soci (inclusi i terzi sottoscrittori dell' Aumento di Capitale Riservato), sarebbe in forma scindibile ed avrebbe un controvalore complessivo di circa Euro 45.000.000,00. In esecuzione di detto aumento verrebbero emesse azioni ordinarie ad un prezzo di sottoscrizione prossimo al valore del patrimonio netto dell'Emittente ("Aumento di Capitale in Opzione" o "secondo Aumento di Capitale").

A ciascuna di tali azioni ordinarie verrebbe abbinato gratuitamente un warrant valido per la sottoscrizione di un'ulteriore azione ordinaria entro 5 anni dall'emissione del warrant medesimo.

Nel quesito è stato rappresentato che la controllante ILM intende sottoscrivere la propria quota di aumento di capitale subordinatamente a:
- l'acquisto da parte dell'Emittente della sua partecipazione in Hiram-Società di Promozione di Iniziative Immobiliari S.r.L. (di seguito "Hiram") (pari al 91,17%);
- la definizione del suddetto acquisto nella fase di offerta dell' aumento di capitale, in modo da liberare le azioni di nuova emissione di propria pertinenza mediante la compensazione dei rispettivi crediti (quello di ILM verso l'Emittente derivante dal prezzo della cessione della partecipazione in Hiram e quello dell 'Emittente verso ILM, nascente dalla sottoscrizione della quota di aumento di capitale di pertinenza della stessa).

Quanto alla cessione a LBS della partecipazione in Hiram, nel quesito è stato rappresentato che (i) tale operazione seguirebbe le regole delle operazioni con parti correlate con esecuzione di una perizia a supporto della determinazione del prezzo della suddetta cessione e che (ii) l'impegno di sottoscrizione del socio ILM e le relative condizioni verrebbero adeguatamente descritte nei documenti relativi all'operazione, incluso il prospetto informativo dell'offerta in opzione, così da rendere trasparente nei confronti dei soci e del mercato l'intera operazione.

Con riferimento a tale Aumento di Capitale, lo Studio legale ha svolto alcune considerazioni concernenti l'applicabilità dell'esenzione prevista dal combinato disposto degli artt. 106, comma 5, lett. c) del TUF ("*cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente*") e 49, comma, 1 lett. d) del Regolamento Emittenti (superamento della soglia determinato dall'esercizio di "*diritti di opzione, di sottoscrizione o di conversione originariamente spettanti*").

In sintesi, lo Studio Legale ritiene che nell'ipotesi in cui alcuni soci di LBS non sottoscrivano l'Aumento in Opzione e ciò determini l'accrescimento della partecipazione di ILM oltre la percentuale del 30% del capitale sociale di LBS, dovrebbe trovare applicazione l'esenzione in discorso. Infatti, l'incremento della suddetta partecipazione sarebbe determinato dall'omesso esercizio da parte degli altri soci dei rispettivi diritti di opzione, e "*pertanto,* [mancherebbe; n.d.r.] *in ILM (da sola o di concerto con il soggetto parte correlata ...* [il soggetto Alfa; n.d.r.]) *la volontarietà dell'acquisto che determina il superamento della soglia (il quale costituirebbe pertanto un effetto subìto, del tutto involontario)*".

2. Considerazioni

2.1 Orientamento Consob sull'esenzione prevista dagli artt. 106, comma 5, lett. c), del TUF e 49, comma 1, lett. d) RE

Di seguito, si rappresenta in estrema sintesi l'orientamento della Consob sull'esenzione per cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente.

L'ipotesi presa in considerazione da precedenti Comunicazioni della Consob è quella in cui un azionista, nell'ambito di un aumento di capitale, incrementi la percentuale di partecipazione limitandosi a sottoscrivere i propri diritti di opzione, esclusivamente perché altri azionisti rinunciano ad esercitare i medesimi diritti. Discorso analogo vale quando l'acquisto consegua all'esercizio di *warrant* o alla conversione di obbligazioni comunque rivenienti da un aumento di capitale e quindi spettanti all'acquirente in virtù della sua partecipazione al capitale medesimo.

Ogni successivo acquisto di azioni ordinarie da parte di tale soggetto, pertanto, non potrebbe che ricondursi direttamente alla sua volontà, ricorrendo, in presenza dei necessari presupposti, l'obbligo di OPA.

Tale ultimo concetto è stato rappresentato anche nella Comunicazione Consob n. DEM/1081336 del 26 ottobre 200l secondo la quale gli acquisti "*comunque effettuati, volti a mantenere, incrementare o comunque a non far scendere la percentuale di partecipazione eventualmente acquisita in virtù dei diritti di opzione originariamente spettanti al di sotto della soglia del 30%, rilevante ex art. 106, comma l, del TUF, manifesterebbero in modo inequivoco, seppure a posteriori, che il superamento della soglia non sia stato o non sia in realtà indipendente dalla volontà dell'acquirente, come richiesto dall'art. 106, comma 5, ma al contrario a quest'ultimo direttamente imputabile*".

Inoltre, nella Comunicazione n. DEM/2045801 del 28 giugno 2002, la Consob ha rilevato "*relativamente al concetto di "involontarietà", ... che, in generale, la sola circostanza che la delibera di aumento di capitale sia adottata con il voto determinante del soggetto interessato non appare sufficiente per escludere l'applicabilità della suddetta esenzione, in quanto ciò comporterebbe il verificarsi di un grave e ingiustificato pregiudizio in capo a detto soggetto.*

L'applicazione dell'esenzione di cui trattasi deve piuttosto essere attentamente valutata in tutti i casi in cui le peculiari modalità di effettuazione di un'operazione di aumento di capitale o il ricorrere di particolari circostanze concrete, inducano a ritenere che i comportamenti dei soggetti partecipanti a vario titolo all'operazione medesima, pur formalmente rispettosi del disposto regolamentare, siano in realtà volti ad eludere la disciplina in materia di opa obbligatoria. Ad esempio, finalità elusive potrebbero presumersi qualora, grazie al voto determinante di un'azionista, venga deliberato un aumento di capitale in opzione con modalità e condizioni tali da non rendere conveniente per gli altri azionisti la sottoscrizione dell'aumento medesimo e consentendo così a detto azionista di acquistare una partecipazione superiore al 30%, esercitando i diritti di opzione di sua spettanza".

2.2 Considerazioni sull'operazione oggetto del quesito

Ciò posto corre la necessità di valutare l'operazione descritta nel quesito alla luce dell' orientamento sopra riportato.

L'operazione che ILM ha progettato per il "*rafforzamento patrimoniale*" della controllata LBS consta di due momenti:

a) un primo "Aumento di Capitale Riservato" che avverrebbe al prezzo di mercato e che sarebbe sottoscritto anche dal soggetto Alfa qualificabile come "persona che agisce di concerto" con ILM, ai sensi dell'art. l01-bis, comma 4-bis, lettera d) del TUF, in virtù del proprio ruolo di amministratore di ILM.

Tale Aumento, così come descritto nel quesito, non appare presentare profili di rilevanza ai fini della disciplina dell' opa obbligatoria ed, in particolare, del combinato disposto degli artt. 106 e 109 del TUF posto che il soggetto Alfa "*intenderebbe sottoscrivere una quota dell'Aumento di Capitale Riservato di entità tale per cui tale quota, sommata alla partecipazione di ILM, non supererebbe il 30% del capitale sociale dell'Emittente*".

Il primo Aumento di capitale, consentendo l'ingresso nella compagine sociale dell'Emittente di un soggetto che agisce di concerto con ILM, rende più probabile il superamento della soglia del 30% nell'Emittente ad esito dell'esecuzione dell' Aumento di Capitale in Opzione.

In particolare, a seguito del suddetto aumento di capitale di 200.000,00 euro di controvalore nominale, sulla base del valore unitario per azione ad oggi in essere pari a 0,2 euro circa per azione, la partecipazione dell'attuale socio di maggioranza ILM si verrebbe a ridurre dal 27,42% al 25,15%. Secondo quanto indicato nel quesito, tuttavia, un nuovo socio qualificabile quale "*persona che agisce di concerto*" con l'emittente in virtù del ruolo di Amministratore di ILM, acquisirà nell'ambito dell'aumento di capitale riservato una partecipazione di entità tale da non superare, sommata alla partecipazione di ILM, la quota del 30%, ipotizzabile in circa il 4,13%;

b) un secondo "Aumento di Capitale in Opzione" che presenta elementi tali da far ritenere non applicabile l'esenzione per "*cause indipendenti dalla volontà dell' acquirente*" benché formalmente il superamento della soglia del 30% da parte del controllante ILM avverrebbe con acquisti connessi all'esercizio "*di diritti originariamente spettanti*".

In particolare, come indicato nella già citata Comunicazione n. DEM/2045801 del 28 giugno 2002, "*l'applicazione dell'esenzione di cui trattasi deve essere attentamente valutata in tutti i casi in cui le peculiari modalità di effettuazione di un'operazione di aumento di capitale o il ricorrere di particolari circostanze concrete, inducano a ritenere che i comportamenti dei soggetti partecipanti a vario titolo all'operazione medesima, pur formalmente rispettosi del disposto regolamentare, siano in realtà volti ad eludere la disciplina in materia di opa obbligatoria. Ad esempio, finalità elusive potrebbero presumersi qualora, grazie al voto determinante di un'azionista, venga deliberato un aumento di capitale in opzione con modalità e condizioni tali da non rendere conveniente per gli altri azionisti la sottoscrizione dell'aumento medesimo e consentendo così a detto azionista di acquistare una partecipazione superiore al 30%, esercitando i diritti di opzione di sua spettanza*".

Nel caso di specie, anche se risulta difficile valutare se le condizioni economiche siano tali da incentivare l'adesione degli azionisti di minoranza all'aumento in opzione, sono comunque presenti altre peculiarità che possono far ritenere che l'aumento in parola possa essere stato strutturato come aumento di capitale in opzione al fine di beneficiare dell'esenzione in esame. Nella sostanza si può ritenere che l'operazione come strutturata realizza gli stessi effetti/obiettivi di un aumento riservato al controllante con conferimento da parte di quest'ultimo della partecipazione del 91% circa nell'immobiliare Hiram, operazione alla quale non sarebbe, invece, applicabile l'esenzione per cause indipendenti dalla volontà. In particolare si osserva quanto segue:

b.1) l'aumento di capitale in opzione, data l'entità del controvalore complessivo (45 Euro/mln.) rispetto all'attuale capitalizzazione dell'Emittente (4,15 Euro/mln.) avrà un effetto fortemente diluivo per gli azionisti che non intendessero esercitare i propri diritti di opzione e, di converso, fortemente rafforzativo per gli azionisti che eserciteranno i rispetti diritti ovvero che già hanno assunto impegno ad esercitarli. L'effetto sarà amplificato dal fatto che, per rendere l'offerta appetibile, andrà applicato un prezzo a sconto rispetto alla quotazione attuale (0,39 euro per azione

all'8/3/2011.) Nel quesito è ipotizzato un prezzo di sottoscrizione prossimo al valore del patrimonio netto per azione dell'Emittente pari, sulla base del bilancio separato dell'Emittente al 30.9.2010, a circa 0,182 euro per azione.

Tuttavia, indipendentemente dal prezzo di offerta, l'entità dell'aumento di capitale rispetto alle attuali dimensioni dell'Emittente, la presenza di un flottante elevato (55% post aumento di capitale riservato), gli scambi giornalieri molto contenuti e l'assenza di *coverage* sul titolo da parte degli analisti, indice di un ridotto *appeal* di mercato, fanno ragionevolmente presumere che, in assenza di un consorzio di garanzia, possa residuare una quota di aumento di capitale non sottoscritta. Ciò unitamente al fatto che, dopo il primo aumento di capitale la quota di partecipazione riconducibile all'azionista di maggioranza, insieme al soggetto che agisce di concerto, diventerà ancora più prossima al 30% (25,15%+4,13%=29,28%) porta a ritenere altamente probabile un superamento di tale soglia a seguito dell' aumento di capitale.

Le simulazioni di azionariato *post* aumento di capitale, in ipotesi di un prezzo dell'aumento di capitale pari a 0,182 euro per azione, evidenziano che in caso di sottoscrizione da parte degli altri azionisti con partecipazioni superiori al 2% e di mancata sottoscrizione dell'aumento da parte degli azionisti che costituiscono il flottante, la quota riferibile all'azionista di maggioranza si attesterebbe al 61,8%. Tale percentuale scenderebbe al 39,7% nell'ipotesi in cui solo la metà degli azionisti che costituiscono il flottante sottoscriva l'aumento. Come detto, il fatto che l'attuale quota dell' azionista di maggioranza sia posizionata immediatamente al di sotto del 30% fa sì che anche una piccola percentuale di diritti inoptati (nell'esempio ipotizzato circa il 2,5% del complessivo aumento di capitale) comporterebbe il superamento della soglia.

Inoltre l'emissione dei *warrant*, sebbene da un lato, come indicato nel quesito, contribuisca a incentivare la sottoscrizione da parte delle minoranze, dall'altro consentirebbe nel tempo all'azionista di maggioranza di rafforzare ulteriormente la partecipazione detenuta nell'ipotesi di sottoscrizione integrale o pressoché integrale dell' aumento di capitale in opzione;

b.2) ILM ha condizionato la sottoscrizione della quota di aumento di capitale sociale di propria pertinenza:
- all'acquisto da parte dell'Emittente della sua partecipazione in Hiram (pari al 91,17%);
- alla definizione del suddetto acquisto nella fase di offerta dell'aumento di capitale, in modo da liberare le azioni di nuova emissione da essa sottoscritte mediante la compensazione del credito dalla stessa vantato verso l'Emittente (derivante dal prezzo della cessione della partecipazione in Hiram) con il credito vantato dall'Emittente verso la medesima ILM (nascente appunto dalla sottoscrizione della quota di aumento di capitale di pertinenza della stessa).

Si tratta, pertanto, di un aumento di capitale strettamente connesso, anche se non formalmente condizionato, all' acquisizione della partecipazione posseduta dal controllante ILM nella Hiram;

b.3) a tale ultimo riguardo, si ritiene rilevante anche la circostanza che l'ammontare che dovrebbe essere versato dal socio di controllo ILM nell' ambito dell' aumento in opzione (il 27% di 45 Euro/mln., pari a 12,150 Euro/mln.) sia pressoché equivalente al prezzo che si ipotizza che l'Emittente dovrà pagare alla stessa ILM per l'acquisizione di Hiram (circa 13 Euro/mln.).
Considerata l'entità del contro valore complessivo dell' aumento (45 Euro/mln.) rispetto all'attuale capitalizzazione dell' Emittente (4,15 Euro/mln.), si potrebbe ritenere che l'entità dell' aumento sia stata individuata tenendo conto dei predetti valori e per consentire al socio di controllo di sottoscrivere l'aumento in opzione con una mera compensazione di crediti, senza versamento di denaro come in un aumento con conferimento di beni in natura;

b.4) infine, ILM, la società controllante dell'Emittente, è a sua volta controllata dal Sig. Ferrari che ricopre la carica di Presidente e di A.D. nell'Emittente, e, pertanto, risulta verosimile ritenere che sia stato lo stesso socio di controllo ad aver concepito nel suo complesso l'operazione descritta nel quesito che, con un alta probabilità, determinerà un rafforzamento del suo controllo sull'Emittente, mantenendo al contempo una posizione di controllo indiretto sulla società ceduta.

Sulla base delle suddette considerazioni, si ritiene che le peculiari e concrete modalità con cui verrà realizzata l'operazione di aumento di capitale in opzione di LBS, così come descritte nel quesito, siano tali da far ritenere non applicabile l'esenzione per "*cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente*" - prevista dal combinato disposto degli artt. 106, comma 5, lett. c), del TUF e 49, comma 1, lettera. d), del Regolamento Emittenti - benché gli acquisti che verosimilmente porteranno ad un superamento della soglia del 30% derivino formalmente dall'esercizio di diritti di opzione "*originariamente spettanti*".

In via residuale, si evidenzia che ove ad esito del secondo Aumento di Capitale, ILM, da sola o congiuntamente al soggetto Alfa, venisse a superare la soglia del 30% del capitale di LBS per non più del 3% per cento, potrebbe trovare applicazione l'esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lett. e), del Regolamento Emittenti per acquisti temporanei; in tal caso ILM si dovrebbe impegnare a cedere le azioni in eccedenza entro dodici mesi e non potrebbe esercitare i relativi diritti di voto.

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas