

Comunicazione n. DEM/7091047 dell'11-10-2007

inviata alla [...società A...], allo Studio Legale ... e alla [...società B...]

OGGETTO: [...società A...] - Quesito in merito all'applicabilità della disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria in caso di operazione di prestito titoli

Si fa riferimento alla nota del ... con la quale lo Studio Legale ... ha sottoposto alla Consob un quesito per conto di [...società A...] (...), incaricata dalla società [...società B...] (di seguito, l'“Emittente” o la “Società”) a svolgere il ruolo di *global coordinator* nell'offerta pubblica di sottoscrizione, rivolta al pubblico italiano (di seguito, l'“Offerta Pubblica”), e nel collocamento privato, riservato ad investitori professionali italiani ed esteri – con l'esclusione di alcuni Paesi - (di seguito, il “Collocamento Istituzionale”, e, congiuntamente all'Offerta Pubblica, l'“Offerta Globale”), aventi ad oggetto le azioni ordinarie dell'Emittente rivenienti dall'aumento di capitale deliberato dall'assemblea straordinaria della Società tenutasi in data

Il quesito concerne l'eventuale sussistenza dei presupposti per l'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria nell'ipotesi di discesa al di sotto della soglia del 30% nel capitale sociale dell'Emittente e successivo superamento di detta soglia da parte degli azionisti di maggioranza per effetto di un prestito titoli concesso dagli stessi a [...società A...] in connessione al Collocamento Istituzionale.

* * *

Come rappresentato nel quesito, nell'ambito della stessa Offerta è prevista la concessione da parte di [...società X...] e/o [...società Y...] (che attualmente possiedono circa il 43,99% del capitale sociale ciascuna) a favore di [...società A...], di un'opzione di chiedere in prestito, “a titolo gratuito”, un numero massimo di azioni pari a circa il 15% di quelle oggetto dell'Offerta Globale, corrispondenti a circa il 4,108% del capitale sociale dell'Emittente (di seguito, la “*Lending Option*”). In caso di *overallotment*, [...società A...] potrà esercitare, in parte o per intero, la *Lending Option* e collocare le azioni presso gli investitori istituzionali. E' previsto che “[t]ale prestito sarà regolato entro i trenta giorni successivi all'assegnazione delle [a]zioni oggetto dell'Offerta Globale mediante: (i) la sottoscrizione e la restituzione delle [a]zioni rivenienti dall'esercizio dell'Opzione di Sovrallocazione,” come in seguito descritta, “e/o (ii) la restituzione delle [a]zioni eventualmente acquistate sul mercato nell'ambito dell'attività di stabilizzazione”.

La *Lending Option* verrà concessa, come detto, a titolo gratuito (come di prassi in operazioni di questo tipo), senza alcun corrispettivo né a favore dell'azionista concedente il prestito per il prestito delle azioni, né a favore del *global coordinator* per la restituzione delle stesse.

E', inoltre, prevista la concessione da parte dell'Emittente a [...società A...] di un'opzione per la sottoscrizione al prezzo istituzionale dello stesso quantitativo di azioni (di seguito, l'“Opzione di Sovrallocazione” o “*Greenshoe*”), per gli stessi fini di sovrallocazione nell'ambito del Collocamento Istituzionale e/o come strumento di stabilizzazione del titolo.

In caso di esercizio della *Lending Option* da parte di [...società A...], gli azionisti di maggioranza sarebbero tenuti, come detto, a dare in prestito alla stessa banca fino ad un numero

massimo di azioni pari a circa il 4,108% del capitale sociale dell'Emittente, corrispondenti, in caso di concessione della *Lending Option* da parte sia di [...società X...] sia di [...società Y...], ad un numero massimo di azioni pari a circa il 2,142% ciascuno.

Per effetto della diluizione conseguente all'offerta pubblica di sottoscrizione e in caso di esercizio della *Lending Option*, [...società X...] e [...società Y...] si troverebbero ciascuna a detenere temporaneamente il 29,14% circa del capitale sociale per poi risalire al 30%.

Tutto ciò premesso, lo Studio Legale pone alla Consob il quesito in oggetto relativo all'applicabilità della disciplina dell'OPA obbligatoria in connessione agli effetti dell'esercizio della *Lending Option*. In particolare, si chiede di sapere "se sussista in capo" all'azionista che ha concesso il prestito "l'obbligo di procedere ad un'Offerta Pubblica di Acquisto ai sensi dell'articolo 106, comma primo, del Testo Unico nel caso in cui la partecipazione dallo stesso detenuta nel capitale sociale dell'Emittente - a seguito di diminuzione temporanea al di sotto della soglia del 30% per esercizio della *Lending Option* [...] - superi detta soglia del 30% a seguito di trasferimenti da [...società A...] a favore dell'[azionista] in adempimento degli obblighi di restituzione delle azioni previsti nell'ambito del regolamento contrattuale della *Lending Option*".

Lo Studio Legale tende ad escludere tale evento nel caso di specie, distinguendo quanto affermato nella Comunicazione Consob n. 4073976 del 6 agosto 2004¹ dalla fattispecie in oggetto. Sebbene nella citata Comunicazione si faccia riferimento al prestito di strumenti finanziari come ad un vero e proprio atto di trasferimento della proprietà delle azioni dietro pagamento di un corrispettivo, nel caso di specie la *Lending Option* non presenterebbe il carattere di acquisto a titolo oneroso (in quanto concessa a titolo gratuito) e, pertanto, non darebbe luogo all'applicazione della disciplina dell'Opa obbligatoria.

* * *

Per rispondere al quesito in oggetto occorre, in primo luogo, individuare le caratteristiche della figura giuridica del prestito titoli e, successivamente, le peculiarità che presenta il caso di specie.

1. Caratteristiche del prestito titoli

Il contratto di prestito titoli (o *securites lending agreement*) comporta che un soggetto (prestatore o *lender*) trasferisca la proprietà di un certo quantitativo di titoli di una data specie ad un altro soggetto (prestatario o *borrower*), il quale, ad una data stabilita, è tenuto a restituire il *tantundem eiusdem generis*, oltre al pagamento di un corrispettivo quale remunerazione per l'utilità conseguita (la disponibilità dei titoli).²

¹ Comunicazione Consob n. 4073976 del 6 agosto 2004: "il prestito di strumenti finanziari è un contratto atipico - assimilabile per molti aspetti al contratto di mutuo - strutturato nella prassi (si vedano al riguardo gli schemi predisposti da associazioni di categoria quali Abi, Assosim e Assogestioni) secondo uno schema che prevede che un soggetto (prestatore) trasferisce la proprietà di un certo quantitativo di strumenti finanziari ad un altro soggetto (prestatario) il quale, ad una data prestabilita ovvero su richiesta del prestatore ovvero ancora secondo altre tempistiche specificate nel contratto, è tenuto a restituire altrettanti strumenti della stessa specie e quantità di quelli ricevuti, oltre al pagamento di un corrispettivo, quale remunerazione per l'utilità conseguita (la disponibilità dei titoli). Il trasferimento della proprietà dei titoli è attuato dietro contestuale costituzione di una garanzia (collateral) di valore almeno pari al valore di mercato dei titoli consegnati."

² Al fine di garantire l'obbligo di restituzione delle *equivalent securities*, il trasferimento della proprietà dei titoli è attuato dietro contestuale costituzione di una garanzia (*collateral*), in danaro o titoli o lettera di credito, di valore almeno pari al valore di mercato

Secondo la dottrina dominante, il prestito titoli configurandosi in sé come un contratto atipico, è assimilabile per lo più alla figura giuridica del mutuo (art. 1813 e ss. c.c.)³.

Anche la citata Comunicazione Consob n. 4073976 del 6 agosto 2004⁴ accoglie per lo più tale qualificazione identificando il prestito titoli come “*un contratto atipico - assimilabile per molti aspetti al contratto di mutuo*”.

Tale qualificazione giuridica rispecchia, altresì, gli schemi contrattuali elaborati, ad esempio, da Abi e Assogestioni. Nonostante alcune differenze attinenti alla disciplina dei diritti accessori e degli obblighi inerenti ai titoli dati in prestito (che spettano al prestatario nello schema di contratto predisposto dall’Abi e al prestatore nello schema predisposto dall’Assogestioni), ciò che maggiormente rileva in entrambi gli schemi contrattuali (soprattutto ai fini dell’applicazione dell’obbligo di comunicazione di cui all’art. 117 e ss. del Regolamento Emittenti n. 11971/99, come in seguito specificato) è il trasferimento della proprietà dei titoli (ai sensi dell’art. 1814 c.c.) e del diritto di voto inerente agli stessi in capo al prestatario.

Infine, va rilevato come anche nel *Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA)* - uno *standard* contrattuale attualmente molto utilizzato a livello internazionale per la stipulazione di contratti di prestito titoli, elaborato dalla *International Securities Lending Association (ISLA)* nel 2000 - si fa riferimento ad un trasferimento (*transfer*) di valori mobiliari e strumenti finanziari contro trasferimento di un *collateral* con contestuale impegno del prestatario a ritrasferire al prestatore il *tantundem*⁵.

Al prestito titoli fanno generalmente ricorso operatori che vendono allo scoperto, i quali prendono i titoli a prestito per poi rivenderli, riacquistarne *equivalent securities* quando il loro prezzo sia calato, riconsegnarle al prestatore e lucrare quindi la differenza. Il prestito titoli generalmente in questi casi ha carattere oneroso.

Nell’ambito di offerte istituzionali, invece, il prestito titoli viene concesso soprattutto in connessione all’opzione *greenshoe* al fine dell’attività di sovrallocazione e stabilizzazione dei titoli. In tali operazioni, la *lending option* è generalmente concessa a titolo gratuito, in quanto rappresenta in sé un beneficio indiretto per la società emittente ovvero per gli azionisti prestatori: favorendo il collocamento, essi favoriscono l’intera operazione.

2. Analisi della fattispecie in oggetto ai fini dell’applicabilità della disciplina dell’Opa obbligatoria

Come rappresentato nella nota in oggetto, successivamente alla chiusura dell’Offerta Globale, in caso di esercizio della *Lending Option* da parte di [...società A...] (*borrower*), la titolarità delle azioni oggetto del prestito (fino ad un numero massimo di azioni pari a circa il

dei titoli consegnati. Una volta versato, il *collateral* di regola resta su di un conto corrente vincolato, cosicché il prestatario non potrà ritirarlo prima di aver adempiuto a tutti i suoi obblighi contrattuali (in particolare, la restituzione dei titoli ricevuti in prestito).

³ Cfr. L. Caleffi, *Il contratto di prestito titoli (securities lending)*, in *Bancaria*, vol. 3, 1994, pagg. 56 e ss..

⁴ V. *sub* nota 1.

⁵ Cfr. clausola 1.1 del GMSLA.

4,108% del capitale sociale post-offerta dell'Emittente) verrebbe trasferita in capo alla stessa banca; simultaneamente, le partecipazioni degli azionisti di maggioranza, [...società X...] e [...società Y...] (*lenders*), in caso di concessione di prestito da parte di entrambi, scenderebbero, rispettivamente, al 29,149% e al 29,148%, per poi risalire al di sopra della soglia del 30% successivamente alla restituzione delle azioni oggetto di prestito.

A fronte di tale scenario, non si ritiene, tuttavia, che sussistano i presupposti per l'applicazione della disciplina dell'Opa obbligatoria, che, come noto, interviene al superamento della soglia di partecipazione del 30% nel capitale sociale dell'emittente in conseguenza di acquisti a titolo oneroso (*ex art. 106, comma 1, TUF*).

Innanzitutto, si rileva come nelle offerte globali (e anche nel caso di specie), la previsione di una *lending option* in connessione ad un'opzione di sovrallocazione è concessa generalmente a titolo gratuito, in quanto esclusivamente finalizzata, come già detto, all'attività di stabilizzazione e/o sovrallocazione dei titoli e, dunque, a beneficio del successo finale dell'operazione.

In ogni caso, per rispondere al quesito, anche ove il prestito titoli in oggetto avesse carattere oneroso (*i.e.* nel caso in cui fosse riconosciuto al prestatore un corrispettivo), ciò non rilevarebbe comunque ai fini Opa, in quanto, nel caso di specie, sarebbe il prestatario collocatore a pagare eventualmente il corrispettivo e, quindi, non il soggetto che supera il 30%. L'onerosità o meno del contratto di opzione o di prestito titoli è, dunque, irrilevante per la soluzione del caso di specie.

L'inapplicabilità della disciplina Opa, invece, discende dalla considerazione che la diminuzione temporanea al di sotto della soglia del 30% ed il successivo superamento della stessa, con il ritorno alla partecipazione azionaria di partenza (nella fattispecie in esame, dal 31% circa, al 29% circa per effetto del prestito di azioni, e nuovamente al 31% circa per effetto del ritrasferimento delle stesse in capo al prestatore), sono qualificabili come momenti distinti di una figura negoziale unitaria.

Tale ragionamento è, altresì, coerente con l'orientamento già espresso dalla Commissione nella Comunicazione n. 99061705 del 13 agosto 1999, in merito all'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria, *ex art. 106, comma 3, lett. b)*, con riferimento all'ingresso di nuovi soci in un patto parasociale conseguente all'effettuazione di un'offerta pubblica di scambio. In tale comunicazione, si afferma, *inter alia*, che “*é vero, infatti, che la percentuale di partecipazione in [... società ...] oggi facente capo ai soci sindacati sarebbe destinata a subire prima una riduzione (per effetto dell'aumento del capitale a servizio della suaccennata offerta pubblica di scambio) e poi un incremento (conseguente all'ingresso nel sindacato di nuovi soci che abbiano aderito all'offerta di scambio). Ma le due fasi vengono descritte come espressione di un'operazione unitariamente concepita[...]*”.

Si rappresenta peraltro che qualora, viceversa, il superamento della soglia da parte dell'azionista prestatore avvenga per effetto della restituzione dei titoli congiuntamente all'effettuazione di ulteriori acquisti durante il periodo di durata del prestito, verrebbe a mancare il requisito dell'unitarietà dell'operazione, *rectius*, dell'esatta coincidenza, alla data di scadenza del prestito, tra la partecipazione iniziale e quella finale dell'azionista⁶.

⁶ Tale ipotesi potrebbe verificarsi, ad esempio, nel caso in cui l'azionista, che detiene una partecipazione del 29% del capitale sociale di un'emittente, in virtù di un prestito titoli, scenda al 27% del capitale (dando in prestito, dunque, il 2%). Nel periodo di durata del

Pertanto, nel caso in cui fosse riscontrabile con certezza il carattere dell'unitarietà e della genuinità dell'operazione di prestito, non si ritiene che possa darsi luogo all'applicazione della disciplina dell'Opa obbligatoria. Diverso sarebbe il caso in cui si verificassero acquisti *aliunde* - cioè estranei e non identificabili con il riacquisto (ritrasferimento) delle azioni oggetto di prestito - o in presenza di casi patologici o che dissimulano ulteriori finalità e accordi tra le parti.

Si rileva, in ultima analisi, come anche la disciplina della trasparenza azionaria, diretta a far conoscere agli investitori sia le partecipazioni rilevanti nel capitale di società quotate che le loro variazioni, sia coerente con tale ricostruzione, in quanto conferma il carattere unitario dell'operazione di prestito titoli. La normativa vigente richiede, infatti, che, sebbene i titoli vengano trasferiti in proprietà al prestatario (congiuntamente al diritto di voto ed eventualmente agli altri diritti accessori), sia comunque sempre il prestatore, in via generale, a doverne dare comunicazione (mentre il prestatario dovrà effettuare la comunicazione solo in determinate circostanze). Il prestatore, tuttavia, dovrà dichiarare esplicitamente che si tratta di operazione di prestito titoli e che la stessa non comporta la discesa al di sotto della soglia di rilevanza (come sarebbe per effetto di una vendita).

* * *

Tutto ciò considerato, si ritiene che l'operazione in oggetto non dia luogo all'applicazione della disciplina dell'Opa obbligatoria. Ciò non toglie, tuttavia, che, in presenza di operazioni di prestito titoli che presentino risvolti e caratteristiche diverse rispetto a quella descritta dallo Studio Legale, si possa giungere a conclusioni diverse.

IL PRESIDENTE
Lamberto Cardia

prestito, si ponga il caso che lo stesso azionista acquisti un ulteriore 2% del capitale, salendo, così, ad una partecipazione complessiva del 29%. Alla scadenza del prestito, tuttavia, egli ritornerà in possesso delle azioni prestate (2%), venendo a superare di conseguenza la soglia del 30%. In un caso simile, il prestito titoli non esonererebbe il soggetto in questione dall'obbligo di lanciare l'Opa; tuttavia, ciò non in virtù del riacquisto delle azioni oggetto di prestito, ma dell'acquisto dell'ulteriore partecipazione avvenuta in pendenza del prestito.