CONSOB

Comunicazione n. DEM/DCL/8081984 del 3-9-2008

inviata alla *[…società A…]*

OGGETTO: **Disciplina applicabile alla procedura dell'obbligo di acquisto di cui all'art, 108, comma 2, del Tuf ed all'esercizio del diritto di acquisto di cui all'art. 111, comma 1, del medesimo decreto**

Con nota del 4 agosto 2008, presentata dallo Studio Legale …, in qualità di consulente legale di *[…società A…]* (di seguito anche … o l'"Offerente"), sono state sottoposte alla Consob due richieste di chiarimenti interpretativi in ordine alla normativa richiamata in oggetto, che vengono di seguito sintetizzate.

1. In relazione alla procedura attualmente in corso per l'adempimento dell'obbligo di acquisto ex art. 108, comma 2, TUF (di seguito anche la "Procedura"), sorto a seguito della conclusione dell'offerta volontaria di acquisto e scambio promossa su azioni ordinarie *[…società B…]* (di seguito anche … o l'"Emittente"), *[…società A…]* chiede in primo luogo se, tenuto conto della norma di cui all'art. 8, comma 5, del D.Lgs. 229/2007, risultino applicabili alla procedura di adempimento dell'obbligo di acquisto l'art. 41, comma 2, lett. b) del Regolamento Emittenti e l'art. 42, comma 2, del medesimo regolamento ed inoltre quali siano i riflessi dei potenziali acquisti sull'eventuale esercizio del Diritto di Acquisto ai sensi dell'art. 111 del TUF.

2. In relazione all'eventuale esercizio del Diritto di Acquisto ex art. 111 TUF e del contestuale adempimento dell'obbligo di acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF (la "Procedura di Sell Out/Squeeze Out") nell'ipotesi in cui, ad esito della Procedura attualmente in corso, dovessero verificarsi i relativi presupposti di legge, ovvero il raggiungimento di una percentuale almeno pari al 95% del capitale sociale dell'Emittente, *[…società A…]* ha chiesto un chiarimento in merito alla forma che dovrà assumere il prezzo del Diritto di Acquisto (Corrispettivo Integrale in Denaro o Corrispettivo in Scambio), nell'entità già determinata dalla Commissione con delibera n. … del …. Quanto sopra, tenuto conto che ai sensi dell'art. 111, comma 2, del TUF il corrispettivo e la relativa forma in caso di Diritto di Acquisto "*(...) sono determinati ai sensi dell'articolo 108, commi 3, 4 e 5" e che detto comma 5, prevede che "Nell'ipotesi di cui al comma 1, nonché nei casi di cui al comma 2 in cui la partecipazione ivi indicata sia raggiunta esclusivamente a seguito di offerta pubblica totalitaria, il corrispettivo assume la stessa forma di quello dell'offerta, ma il possessore dei titoli può sempre esigere che gli sia corrisposto un corrispettivo in contanti, nella misura determinata dalla Consob, in base a criteri generali definiti da questa con regolamento*".

* * *

1) Il primo quesito posto da *[…società A…]* pone due ordini di problemi:

a) quale sia il regime degli acquisti di azioni dell'emittente da parte di un offerente durante il periodo di presentazione delle richieste per l'adempimento dell'obbligo di acquisto ex art. 108, comma 2 TUF (di seguito il "Periodo") ed in particolare se l'effettuazione di acquisti da parte dell'offerente sia compatibile con lo svolgimento

di tale Procedura ed in caso affermativo se a tali acquisti debbano applicarsi le disposizioni del Regolamento Emittenti che disciplinano gli acquisti della target in corso d'OPA, prevedendo il regime di trasparenza degli acquisti (art. 41, comma 2) e la best price rule (art. 42, comma 2);

b) quale sia il rapporto tra gli acquisti di azioni di un emittente di cui al precedente punto a) e la disciplina dettata dall'art. 111, comma 1, TUF in tema di diritto di acquisto ed in particolare se i citati acquisti possano essere computati ai fini del raggiungimento della soglia del 95% del capitale ivi prevista.

In merito a tali aspetti occorre sottolineare, preliminarmente, che non sussistono ostacoli normativi all'effettuazione da parte di un offerente di acquisti di azioni di un emittente in pendenza della Procedura. Ciò in quanto la normativa sull'obbligo di acquisto si limita ad imporre all'offerente di accettare le richieste di vendita delle azioni dell'emittente al prezzo stabilito secondo i criteri dettati dalla legge, senza che ciò possa implicare un divieto per l'offerente di acquistare ulteriori azioni sul mercato od a trattativa privata.

Ciò detto, con riferimento alla disciplina di tali acquisti nel corso del Periodo, occorre rifarsi ancora una volta alla norma transitoria contenuta nell'art. 8, comma 5, del D.Lgs. 229/2007 (attuazione della Direttiva OPA) la quale prevede che, fino all'entrata in vigore delle nuove disposizioni attuative del TUF continuino, ad applicarsi, in quanto compatibili, le disposizioni di attuazione contenute nel Regolamento Emittenti. Occorre in sostanza verificare se le norme di correttezza (art. 42, comma 2, Reg. Em.) e di trasparenza (art. 41, comma 2, lett. b, Reg. Em.) dettate dal citato regolamento con riferimento a tutte le offerte pubbliche di acquisto, e quindi anche all'OPA residuale, siano estensibili anche alla procedura per l'adempimento dell'obbligo di acquisto.

Al fine di effettuare la predetta verifica deve osservarsi come la Commissione abbia già ritenuto compatibili con la nuova disciplina dell'obbligo di acquisto alcune norme regolamentari relative all'OPA residuale, con particolare riguardo alle norme in tema di durata del periodo di offerta e di criteri di determinazione del corrispettivo dell'obbligo di acquisto, riscontrando sotto i profili valutati la "compatibilità" della disciplina regolamentare dell'OPA residuale rispetto alla fattispecie di cui all'art. 108, comma 2, TUF.

Alla luce di quanto evidenziato si può ritenere che anche le norme regolamentari sopra richiamate siano compatibili con le nuove disposizioni del TUF e dunque applicabili alla procedura per l'adempimento dell'obbligo di acquisto. Tali norme perseguono, infatti, finalità quali la trasparenza e la parità di trattamento in relazione agli acquisti effettuati da un offerente in pendenza di un'offerta pubblica di acquisto, finalità che permangono anche nell'ambito della Procedura in oggetto senza che la strutturazione di tale procedura, in termini di obbligo di accettazione delle richieste di vendita anziché di offerta obbligatoria di acquisto, possa valere ad elidere le predette esigenze di tutela degli investitori e del mercato.

Con riferimento al collegato quesito circa la rilevanza degli acquisti operati da un offerente nell'ambito della Procedura per l'adempimento dell'obbligo di acquisto di cui all'art. 108 comma 2, TUF, ai fini del raggiungimento della soglia del 95% del capitale dell'emittente (soglia che determina il sorgere del diritto di acquisto ex art. 111 TUF e dell'obbligo di acquisto ex art. 108, comma 1, TUF), si osserva quanto segue.

In primo luogo, la sostanziale riconducibilità dell'obbligo di acquisto ad un'OPA residuale fa ritenere che gli acquisti effettuati nella relativa Procedura possano costituire presupposto per il

sorgere del diritto di acquisto ex art. 111 TUF. La Procedura in questione, infatti, ha effetti in tutto simili ad una "offerta pubblica totalitaria" che costituisce, ai sensi della predetta norma, la modalità attraverso la quale raggiungere la soglia del 95% ai fini del diritto di acquisto. Al riguardo, si evidenzia, infatti, che l'adempimento dell'obbligo di acquisto, pur non essendo formalmente qualificato come "offerta pubblica totalitaria", costituisce pur sempre una proposta rivolta pubblicamente a tutti gli azionisti di cedere alle medesime condizioni i propri titoli.

Precisato quanto sopra, con riferimento al tema degli acquisti effettuati al di fuori della Procedura, ma durante il Periodo di durata della medesima, si evidenzia che la Consob, in passato[1], aveva affrontato un'analoga questione relativamente ad un'ipotesi di OPA totalitaria (non residuale), ritenendo che, proprio in virtù dell'obbligo per l'offerente e per gli altri soggetti interessati di comunicare in giornata gli acquisti effettuati in corso d'OPA (art. 41 reg. em.), nonché dell'obbligo di adeguare il corrispettivo d'offerta in caso di acquisti a prezzi superiori (art. 42 reg. em.), si dovesse considerare validamente raggiunta la soglia del 98% (precedente soglia che determinava lo squeeze-out) anche integrando il quantitativo dei titoli conferiti in OPA con gli acquisti effettuati fuori OPA ma entro il periodo di adesione, in quanto detti presidi regolamentari assicuravano, anche in caso di acquisti fuori offerta, il principio di parità di trattamento tra i soggetti oblati. Tale principio è stato poi attuato nella prassi estendendolo ai casi di superamento del 98% in sede di OPA residuale anche attraverso acquisti sul mercato effettuati nel corso del periodo d' offerta.

Considerata la già ricordata assimilabilità dell'obbligo di acquisto all'OPA residuale, si ritiene di confermare, anche con riferimento alla Procedura per l'adempimento di tale obbligo, l'orientamento in precedenza espresso dalla Consob, in quanto:

- si ritengono, come detto, applicabili anche alla Procedura le disposizioni di cui all'art. art. 42, comma 2, e 41, comma 2, lett. b), del Regolamento Emittenti;

- in *subjecta materia* non si rilevano, nell'ambito della Direttiva 2004/25/CE, disposizioni contrarie all'interpretazione precedentemente assunta dalla Consob.

Pertanto, ai fini del raggiungimento della soglia del 95% del capitale dell'emittente, presupposto per il sorgere del diritto di acquisto ex art. 111 TUF e dell'obbligo di acquisto ex art. 108, comma 1, TUF, può tenersi conto degli acquisti di azioni dell'emittente operati entro la fine del Periodo, purché effettuati nel rispetto delle disposizioni regolamentari attualmente in vigore.

2) Il secondo quesito posto da *[...società A...]* concerne, come detto, la forma del corrispettivo da corrispondere agli azionisti di *[...società B...]*, per l'esercizio del diritto di acquisto di cui all'art. 111 del TUF, nell'ipotesi in cui *[...società A...]*, per effetto dell'esecuzione dell'obbligo di acquisto attualmente in corso (e degli eventuali acquisti effettuati sul mercato), venga a detenere una percentuale di azioni almeno pari al 95% del capitale rappresentato da titoli dell'Emittente e proceda pertanto ad esercitare tale diritto, adempiendo contestualmente all'obbligo di acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1 TUF.

A tale riguardo, il quesito richiama l'art. 111 comma 2 del TUF, in base al quale "*Il corrispettivo [dello squeeze-out] e la forma che esso deve assumere sono determinati ai sensi dell'articolo 108, commi 3, 4 e 5*". Alla luce di tale richiamo il corrispettivo del diritto di acquisto

[1] Sito internet Consob Sezione: Regolamentazione/Normativa, massime e orientamenti Consob/ Offerta pubblica di acquisto e scambio/diritto d'acquisto/Comunicazione Consob - Acquisti effettuati fuori OPA e "Squeeze Out", in "Consob informa" del 10 luglio 2000, n. 28/2000.

dovrà: i) essere pari a quello dell'offerta pubblica precedente (art. 108, comma 3); ii) avere la stessa natura di quello dell'offerta pubblica precedente (art. 108, comma 5); iii) consentire agli azionisti, nel caso di una precedente offerta di scambio, di ottenere un controvalore integralmente in contanti[2].

Tale modalità di corresponsione del prezzo, con riferimento allo *Squeeze Out*, trova fondamento diretto nell'art. 15, comma 5 della Direttiva 2004/25/CEE, in base al quale, in relazione al diritto di acquisto, "*Gli Stati membri provvedono a che sia garantito un giusto prezzo. Tale prezzo assume la stessa forma dell'offerta o è costituito da contanti. Gli Stati membri possono prevedere che la forma in contanti sia proposta almeno come opzione*".

Il legislatore italiano, con l'art. 108, comma 5, ha disciplinato, attraverso il ricorso al sistema opzionale (stessa forma dell'offerta precedente fatta salva la facoltà di esigere il corrispettivo in contanti nella misura determinata dalla Consob) le modalità di messa a disposizione del corrispettivo in relazione all'adempimento dell'Obbligo di acquisto, richiamando poi la medesima norma anche ai fini del diritto di acquisto, recependo in tal modo la Direttiva.

Applicando tali principi al caso *[…società A…]/[…società B…]*, ne deriva che l'entità del corrispettivo da riconoscere per l'esercizio del diritto di acquisto dovrà essere uguale a quello determinato dalla Consob (sia per la forma in scambio che per la forma in contanti) con la Delibera n. … del …[3], ai sensi dell'art. 108, commi 4 e 5, del TUF, con riferimento all'obbligo di acquisto attualmente in corso, che costituisce l'offerta pubblica totalitaria" richiamata dagli artt. 108, comma 1, e 111, comma 1, TUF, a seguito della quale potrà essere raggiunta la soglia del 95%.

Ciò posto, stabilito che - in linea con la Direttiva e con la relativa normativa di recepimento - il corrispettivo deve assumere la stessa forma (opzionale) con la quale l'Offerente ha dato esecuzione all'obbligo di acquisto attualmente in corso, potrebbero porsi problemi applicativi in relazione all'esistenza della facoltà di scelta (appunto l'opzione fra corrispettivo in titoli o in contanti) in capo all'azionista oblato, a fronte dell'esercizio di un diritto riconosciuto all'offerente (lo squeeze-out) che - secondo quanto prescritto dall'art. 111, comma 3, TUF - si perfeziona con il trasferimento delle azioni, a seguito della messa a disposizione del relativo prezzo di acquisto, senza alcuna espressione di volontà da parte dell'azionista medesimo.

Tale diritto, infatti, sino ad oggi è sempre stato esercitato mediante la messa a disposizione di somme in denaro. Le somme depositate dall'offerente, eventualmente non riscosse, restano a disposizione degli azionisti per il termine di prescrizione quinquennale (decorrente dalla data di deposito del prezzo) di cui all'art. 2949 del c.c. Decorso detto termine, l'Offerente ha diritto di ottenere la restituzione delle somme depositate e non riscosse dagli aventi diritto.

Nei casi in cui la soglia rilevante sia superata a seguito di un'offerta di scambio, alla luce della nuova normativa, occorre dunque stabilire con quali modalità gli azionisti possano esercitare la facoltà di scegliere la forma del corrispettivo entro un termine ragionevole onde evitare che

---

[2] Il richiamo al comma 5 dell'art. 108, comporta che nell'ipotesi in cui l'offerente, a seguito di un'offerta pubblica, venga a detenere una partecipazione almeno pari al 95% del capitale dell'Emittente, "*il corrispettivo assume la stessa forma di quello dell'offerta, ma il possessore dei titoli può sempre esigere che gli sia corrisposto un corrispettivo in contanti, nella misura determinata dalla Consob, in base ai criteri generali definiti da questa con Regolamento*" (in virtù della norma transitoria di cui all'art. 8, comma 7, del D.Lgs. n. 229/2007, sino all'entrata in vigore delle relative norme di attuazione "*il possessore dei titoli può esigere il corrispettivo in contanti in misura integrale*").

[3] *[…omissis…]*.

l'offerente sia tenuto a vincolare per il termine quinquennale di cui sopra entrambe le forme di corrispettivo.

A tal fine, considerato che, come già evidenziato, al superamento della soglia del 95%, oltre ad avere il diritto di acquisto l'Offerente è tenuto altresì ad ottemperare all'obbligo di acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, anche nel caso di specie, così come già avvenuto nelle recenti OPA finalizzate al *delisting* potrà essere adottata una procedura congiunta di *sell-out/squeeze-out [...omissis...]*.

Il parallelismo tra l'obbligo di acquisto ex art. 108, comma 1, ed il diritto di acquisto ex art. 111 TUF, può risolvere le peculiarità di uno *squeeze-out* successivo ad un'offerta di scambio e quindi con opzione per i soci di ottenere il corrispettivo in contanti. In effetti, posto che la legge prevede un autonomo obbligo di acquisto al superamento della soglia del 95%, e ciò anche nel caso in cui l'offerente abbia già dichiarato di volersi avvalere del diritto di acquisto, gli azionisti potranno in quella sede esercitare la propria facoltà di scelta circa la forma del corrispettivo, trovandosi nella consapevolezza di dover perdere la titolarità delle proprie azioni.

In concreto gli azionisti potranno esercitare la facoltà di scelta della forma del corrispettivo ai fini del diritto di acquisto nei medesimi termini previsti per il nuovo obbligo di acquisto[4]. Tale ultima procedura potrà realizzarsi mediante una "*riapertura dei termini*" della Procedura attualmente in corso. Ciò in quanto l'art. 108, comma 6, del TUF dispone che "*Se il corrispettivo offerto è pari a quello proposto nell'offerta precedente, l'obbligo può essere adempiuto attraverso una riapertura dei termini della stessa*" e nell'ipotesi in oggetto tali condizioni risultano presenti per la più volte menzionata assimilabilità tra la Procedura ed un'offerta pubblica totalitaria.

Detta riapertura dei termini potrà avere una durata analoga a quella individuata, nel rispetto dell'art. 40, comma 2, del Regolamento Emittenti, per l'esecuzione dell'obbligo di acquisto attualmente in corso, ovvero tra un minimo di 15 e un massimo di 25 giorni di borsa aperta[5]. Decorso tale termine l'offerente sarà tenuto a mettere a disposizione dei soggetti che non abbiano espresso alcuna scelta esclusivamente il corrispettivo in scambio dell'offerta (*rectius* obbligo di acquisto) precedente e cioè, nel caso di specie, il corrispettivo rappresentato da titoli più conguaglio in denaro.

In conclusione, si ritiene che, ai fini dell'esercizio del diritto di acquisto e del contestuale assolvimento dell'obbligo di acquisto in caso di superamento della soglia del 95%, l'offerente dovrà depositare un corrispettivo avente la stessa forma di quello previsto nel contesto della procedura per l'adempimento dell'obbligo di acquisto attualmente in corso, fatta salva la facoltà per gli azionisti di optare per un corrispettivo integralmente in denaro da esercitarsi nell'ambito di una "*riapertura dei termini dell'offerta*" ai sensi dell'art. 108, comma 6, del TUF.

p. IL PRESIDENTE
Paolo di Benedetto

---

[4] A questi fini nel modulo di adesione, potrà essere prevista la facoltà di scegliere il corrispettivo ai tini dell'obbligo di acquisto, ovvero, alternativamente, ai fini del diritto di acquisto.

[5] Il suddetto periodo consente di esercitare il diritto di acquisto, mediante il deposito del corrispettivo dovuto, così come sopra individuato, entro il termine di tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta stabilito dall'art. 111, comma 1 del TUF.