

Comunicazione DCG/DIE n. 0061309 del 18.07.2013

Inviata alla società ... e, p.c. allo studio legale ...

Oggetto: [... società X...] - richiesta di parere in merito ad un'operazione di acquisto di azioni proprie mediante "assegnazione gratuita di opzioni di vendita".

Si fa riferimento alla nota del ..., con cui lo studio ..., per conto e nell'interesse di [... società X...] ("... società X...") o la "Società"), ha presentato una richiesta di parere ("Richiesta di parere"), chiedendo alla Commissione di "voler esprimersi sull'eventuale sussistenza di impedimenti che vietino alla Società di avviare la promozione commerciale, come sopra descritta [nella nota] nell'ambito dell'operazione di buy-back a favore della collettività dei propri azionisti".

1. Descrizione della fattispecie

Come indicato nella Richiesta di parere: "[... società X...] intende offrire ai propri azionisti la possibilità in favore di questi ultimi di cedere le proprie azioni alla Società emittente, ricevendo in cambio il diritto di acquistare gioielli con marchio del Gruppo [... società X...], ad un valore superiore agli attuali corsi di borsa".

Con riguardo alla dinamica dell'operazione, si richiama l'esempio pratico fornito nella Richiesta di Parere, secondo cui: "l'azionista Tizio", che "ha nel proprio portafogli titoli n. 100 azioni [... società X...], il cui valore di borsa è pari - si ipotizza - ad un euro per ciascuna azione (...)" e "sia interessato alla promozione commerciale, [egli] - in un determinato arco temporale - potrà, se lo vorrà, cedere le sue azioni a [... società X...] ed, in cambio, potrà recarsi presso i punti vendita del Gruppo [... società X...], e acquistare gioielli (del Gruppo [... società X...]) per un valore pari a - si ipotizza - due euro per azione (totale 200 euro). (Ovviamente, proseguendo nell'esempio, il valore del gioiello può essere superiore, nel qual caso l'azionista/cliente dovrà pagare la differenza in danaro; viceversa, ove l'azionista/cliente scegliesse un gioiello di valore inferiore a 200 euro, non avrebbe diritto a ricevere la differenza in danaro)."

Sul piano della fattispecie normativa, ciò avverrebbe tramite "un programma di acquisto di azioni proprie, debitamente pubblicizzato a norma di legge e di regolamento".

Infine, in merito agli aspetti procedurali, nella Richiesta di Parere, si precisa che: "prima dell'inizio delle operazioni finalizzate all'acquisto delle azioni, tutti i dettagli del programma di acquisto saranno comunicati al pubblico e includeranno almeno: l'obiettivo del programma, il numero massimo di azioni acquistabili, la durata del periodo di acquisto/promozione, e l'oggetto della promozione, con la descrizione dei gioielli in un apposito catalogo [...]."

Inoltre, sul piano informativo, si fa riferimento ad "un catalogo illustrativo dei gioielli (con il relativo prezzo) che potranno essere acquistati nell'ambito dell'iniziativa" e, inoltre, si precisa che nel suddetto programma verranno, altresì, specificati "tutti gli ulteriori dettagli che saranno utili per far comprendere le modalità (e i cd. "economics") dell'operazione: i diritti di acquisto in cambio delle azioni potranno essere utilizzati presso determinati punti vendita del Gruppo [... società X...] per l'acquisto di gioielli a marchi del Gruppo [... società X...]; gli stessi dovranno essere utilizzati entro un certo lasso di tempo; nonché tutte le ulteriori istruzioni eventualmente necessarie in modo da consentire un agevole esercizio dei diritti degli azionisti."

In merito al quantitativo di azioni (proprie) [... società X...] oggetto di acquisto, nella Richiesta di Parere si precisa che: "L'offerta - si ipotizza - riguarderà un numero di azioni non superiore al 6%-7% del capitale, in modo tale da garantire il mantenimento del flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negozi azioni, tenuto conto delle azioni proprie già detenute in portafoglio dalla Società; l'operazione descritta sarà pertanto condotta in modo che la Famiglia [... società X...] e [... società X...] mantengano una partecipazione complessiva inferiore al 90% del capitale."

Con riguardo all'assetto proprietario pre-operazione della [... società X...], nella Richiesta di Parere si sottolinea la "situazione di controllo solitario, consolidata e stabile nel tempo, da parte di ...", rappresentandosi che "alla data odierna, come noto, [... società X...] è soggetta al controllo "solitario" e di diritto, ai sensi degli articoli 2359, co. 1, n. 1, cod. civ., e 93 del D. Lgs. n. 58/98 (...), del Dott. ... (...), il quale detiene una partecipazione pari a circa il ... del capitale sociale di [... società X...]".

Nella Richiesta di parere si riporta altresì che, insieme al suddetto socio di controllo, partecipano alla [... società X...] i familiari, ... e ..., con una partecipazione, rispettivamente, pari a circa il ... e il ... del capitale sociale, e gli stessi "hanno sottoscritto un patto rilevante ai sensi dell'art. 122 TUF con ... [...]" e che [... società X...] detiene azioni proprie in misura pari a circa il ... del capitale.

Inoltre, i membri della famiglia [... società X...], secondo quanto riferito nella Richiesta di parere, rinuncerebbero ad avvalersi dell'iniziativa promozionale, con conseguente riparto in via proporzionale, a beneficio degli altri azionisti.

Infine, con riguardo all'azionariato post-operazione, si rappresenta che, come noto, sul piano dell'azionariato con diritto di voto esercitabile in assemblea, per effetto dell'acquisto di azioni proprie - attesa la non esercitabilità del voto su queste ultime - si determina un rafforzamento azionario dei soci che permangano nella società, ancorché nel caso di specie, come di seguito menzionato, ciò non darebbe luogo ad alcun superamento di soglie rilevanti ai sensi della normativa OPA.

2. Considerazioni

In sintesi, come sopra indicato, l'iniziativa in esame si so stanZIA in un'operazione di acquisto di azioni proprie da parte della [... società X...], con corrispettivo in diritti di acquisto per gioielli [... società X...], mediante assegnazione gratuita di opzioni di vendita, proporzionalmente, a tutti i soci.

Con riguardo al quadro normativo, l'art. 132 del D.Lgs. n.58/98 ("TUF"), stabilisce che "gli acquisti di azioni proprie, operati ai sensi degli articoli 2357 e 2357-bis, primo comma, numero l), del codice civile, da società con azioni quotate, devono essere effettuati in modo da assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti, secondo modalità stabilite dalla Consob con proprio regolamento" .

In sede attuativa, l'art. 144-bis del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 ("Regolamento Emittenti"), in relazione all'esigenza di garantire la suddetta parità di trattamento, declina, tra l'altro, quali modalità di acquisto al di fuori dei mercati regolamentati, due ipotesi: "l'offerta pubblica di acquisto o di scambio" (lett. a), da una parte, e l'"attribuzione ai soci, proporzionalmente alle azioni da questi possedute, di un'opzione di vendita da esercitare entro un periodo di tempo stabilito nella delibera dell'assemblea di autorizzazione del programma di acquisto" (lett. d), dall'altra.

In primo luogo, dunque, emerge che il principio della "parità di trattamento" sovrintende all'acquisto di azioni proprie ai sensi dell'art. 132 del TUF.

Tale principio è scomponibile in due corollari: il primo, rilevante sotto il profilo soggettivo, vede l'offerente obbligato ad offrire a tutti gli azionisti la possibilità di dismettere le proprie azioni, senza operare esclusioni selettive; il secondo, rilevante sotto il profilo oggettivo, impone al medesimo offerente di applicare a tutti gli azionisti le medesime condizioni, escludendo la possibilità di praticare solo per alcuni condizioni più vantaggiose.

Ciò premesso, con riferimento alla specifica modalità di effettuazione del buy-back azionario mediante "assegnazione gratuita di opzioni di vendita", come nel caso in esame, occorre pregiudizialmente segnalare che un'interpretazione estensiva della nozione di "vendita", ivi richiamata, la quale vada oltre quella civilistica, e, dunque, ammetta un corrispettivo diverso dal denaro, richiede, tuttavia, che vengano offerti beni materiali che presentino caratteristiche di fungibilità assoluta, assimilabili a quelle proprie del denaro.

In altri termini, l'ammissibilità di un'iniziativa di acquisto di azioni proprie, in particolare tramite "assegnazione gratuita di opzioni di vendita", è subordinata alla circostanza per cui i beni materiali offerti in corrispettivo siano suscettibili di essere valutati sulla base di parametri oggettivi, oltre che liberamente frazionati o scomposti, secondo le esigenze del caso, in quantitativi anche infinitesimali (come per esempio, l'oro).

Diversamente, l'operazione in esame, non risulta conforme a tali requisiti in ragione della circostanza per cui i beni attribuiti in corrispettivo, benché della stessa tipologia (gioielli a marchio [... società X...]) risultano diversi tra loro (per modello, funzione e valore).

Dunque, benché i titoli azionari vengano remunerati sulla base dello stesso criterio economico, cionondimeno verranno attribuiti beni oggettivamente diversi tra loro, la cui valorizzazione risulta frutto di un apprezzamento inevitabilmente discrezionale del promotore dello scambio - attraverso un'operazione di pricing - con la conseguenza che, in esito al buy-back a taluni azionisti potrebbe essere attribuito un corrispettivo sostanzialmente differente, per entità, rispetto a quello erogato ad altri.

Ciò, peraltro, risulta ancor più evidente in relazione alle caratteristiche dell'operazione in esame ed alla circostanza per cui non è assicurata l'allocazione integrale della propria partecipazione per l'acquisto di uno o più gioielli di proprio gradimento.

Sotto tale profilo, infatti, l'offerta è suscettibile di penalizzare tal uni tra i suoi potenziali destinatari ed, in primo luogo, coloro che detengano un pacchetto di azioni la cui valorizzazione risulti inferiore a quella minima dei beni offerti in contropartita e che, dunque, siano costretti ad integrare con denaro contante le azioni cedute alla società (salvo rinunciare a prendere parte all'operazione).

Altrettanto dicasi, nel caso inverso, in cui il valore del pacchetto azionario ecceda quello del bene offerto in contropartita, atteso che, essendo esclusa la corresponsione della differenza in denaro da parte dell'offerente ove non vi sia in catalogo un gioiello di valore pari alla differenza tra il gioiello acquistato e la partecipazione ceduta, l'azionista dovrebbe subire una perdita secca (o, in alternativa, rinunciare a dismettere le proprie azioni).

Nella medesima ottica, un ulteriore aspetto problematico emerge ove si consideri che la scelta da parte dell'azionista risulta condizionata alla disponibilità del gioiello.

* * *

Alla luce di quanto precede, emerge, in primo luogo, che il principio della "parità di trattamento" sovrintende all'acquisto di azioni proprie ai sensi dell'art. 132 del TUF.

Ne consegue che, in relazione ad operazioni di acquisto di azioni proprie in via generale (come declinate dall'art. 144-bis del Regolamento Emittenti e quindi anche tramite OPA), occorre, quale requisito imprescindibile, che il corrispettivo sia rappresentato da beni materiali suscettibili di essere valutati sulla base di parametri oggettivi, oltre che liberamente frazionati o scomposti, secondo le esigenze del caso, in quantitativi infinitesimali.

Inoltre, ove l'operazione di acquisto di azioni proprie sia effettuata mediante "assegnazione gratuita di opzioni di vendita", come nel caso in esame, ciò vale anche in ragione degli specifici limiti, sopra richiamati, circa l'ammissibilità di un'interpretazione estensiva della medesima nozione di "vendita".

Al di fuori dei predetti requisiti non risulta riscontrabile l'idoneità del corrispettivo ad assicurare la "parità di trattamento" tra soci, che, come anzidetto, risulta essere la finalità di tutela sottesa alla disciplina primaria e secondaria in materia di acquisto di azioni proprie. Ciò, peraltro, a fortiori, in presenza dei particolari profili di peculiarità dell'operazione prospettata, sopra rappresentati, in relazione alla non garantita disponibilità del gioiello prescelto nonché alle problematiche in tema di integrale allocazione del pacchetto azionario.

Alla luce di quanto sopra rappresentato, si ritiene pertanto che le particolari modalità operative rappresentate dalla Società per l'esecuzione della descritta operazione di acquisto di azioni proprie non garantiscano il rispetto del principio di "parità di trattamento", ai sensi dell'art. 132 del TUF e 144-bis del Regolamento Emittenti e pertanto non è possibile esprimere un parere favorevole in merito a quanto richiesto con la nota inviata per conto di codesta Società in data

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas