

Comunicazione n. DME/11065125 del 21-7-2011

Oggetto: Criteri generali per l'esercizio dei poteri previsti dall'art. 112 del d.lgs. n. 58/1998, in materia di modifica della percentuale di flottante rilevante per l'obbligo di acquisto previsto dall'art. 108, comma 2, del medesimo decreto

L'art. 108, comma 2, del D.Lgs n. 58/1998 (Tuf) stabilisce che: *“(...) chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento del capitale rappresentato da titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato da chi ne faccia richiesta se non ripristina entro novanta giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni. Qualora siano emesse più categorie di titoli, l'obbligo sussiste soltanto in relazione alle categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novanta per cento”* (di seguito tale adempimento è anche chiamato “obbligo di acquisto residuale”).

L'art. 112 del Tuf prevede che la Consob *“(...) con provvedimento da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale, (...) può, sentita la società di gestione del mercato, elevare per singole società la percentuale prevista dall'articolo 108”*. Coerentemente, l'art. 50, comma 3, del regolamento Consob n. 11971/1999 (RE) dispone che: *“Con riguardo agli obblighi previsti dall'articolo 108, comma 2, del Testo Unico, la società di gestione del mercato: a) segnala alla Consob le società per le quali, in applicazione dei criteri generali predeterminati dalla stessa, può essere adottata una soglia superiore al novanta per cento, tenuto conto della necessità di assicurare un regolare andamento delle negoziazioni; b) dà notizia dell'avvenuto ripristino del flottante”*.

Sebbene il Tuf non espliciti i principi ai quali la Consob debba ispirarsi, ai fini dell'esercizio di tale potere, appare opportuno tenere conto in tale ambito dell'obiettivo di assicurare un contemperamento degli interessi degli investitori, in tale caso rappresentati dagli azionisti di minoranza, da un lato, e dell'esigenza di salvaguardare l'efficienza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali, dall'altro, in linea, peraltro, con i principi richiamati dall'art. 91 del Tuf. A tale riguardo, si osserva altresì che, per esplicita previsione regolamentare, attualmente Borsa Italiana s.p.a. fa seguire all'esercizio dell'obbligo di acquisto di cui all'art. 108, comma 2, del Tuf, la revoca della quotazione delle relative azioni. Nei casi in cui si manifestino circostanze in relazione alle quali potrebbe seguire l'obbligo di acquisto residuale, pertanto, oltre all'interesse dell'azionista di minoranza a cui va assicurato la possibilità di un rapido disinvestimento nel caso in cui il titolo divenga illiquido, appare meritevole di tutela quello degli investitori, intenzionati a mantenere il possesso delle azioni. E' da ritenere che tali ultimi azionistientino, ragionevolmente, di poter continuare a beneficiare della quotazione ufficiale degli stessi titoli con evidenti vantaggi in ordine: alla qualità delle informazioni, ai controlli societari nonché all'affidabilità circa l'efficace formazione dei prezzi garantita da un mercato regolamentato. Tale interesse dovrebbe essere senz'altro considerato qualora si dovesse ritenere che il flottante

conseguente all'intervento della Consob, sia comunque idoneo ad assicurare un regolare andamento delle negoziazioni.

Alla luce di tali considerazioni, pertanto, si riportano di seguito criteri generali in grado di consentire ai soggetti interessati di agire con un maggiore grado di consapevolezza circa le implicazioni conseguenti al compimento di determinate operazioni che abbiano come effetto il superamento della soglia di partecipazione del 90%.

Al fine di stabilire un livello minimo di flottante, astrattamente idoneo a garantire la regolarità dell'andamento delle quotazioni, da usare come riferimento esclusivamente nell'ambito della disciplina in oggetto, la Commissione ha ritenuto opportuno tenere conto della liquidità delle società negoziate nei mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.A. che è da considerare strettamente correlata alla misura della capitalizzazione di mercato delle società. Sulla base di verifiche condotte su un periodo ritenuto sufficientemente ampio (6 mesi) è stato osservato che la liquidità aumenta all'aumentare del valore totale di titoli costituenti il flottante disponibile per le negoziazioni sul mercato. Sulla base di tale assunto e tenuto conto della necessità di considerare possibili futuri mutamenti di scenario dei prezzi di mercato, è stato ritenuto opportuno fissare quale prima soglia di capitalizzazione del flottante, necessaria ai fini dell'elevazione della partecipazione oltre il 90%, un valore minimo di **250 milioni di euro**, per il flottante riveniente a seguito di tale intervento.

Si ritiene, inoltre, che sia interesse del mercato:

- a) assicurare che le società presentino un flottante che risulti in termini di controvalore il più elevato possibile;
- b) effettuare valutazioni di investimento sulla base di criteri semplici che siano declinati nella previsione di un ridotto numero di soglie di partecipazione superiori al 90% e di ammontare sufficientemente standardizzato.

Pertanto, alla luce di quanto sopra rappresentato è stato ritenuto opportuno stabilire:

- a) soglie di flottante crescenti per livelli crescenti di capitalizzazione; livelli crescenti di controvalori del flottante residuo, appaiono offrire, infatti, adeguate garanzie di mantenimento di un *“flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni”*;
- b) 4 livelli di partecipazione superiori al limite del 90%, in un intervallo compreso tra il 91% e il 94%, con incrementi dell'1%.

Sulla base di tali criteri, si riporta di seguito una tabella che rappresenta per determinati *“scaglioni di capitalizzazione”* le corrispondenti percentuali di partecipazione. Ai fini dell'utilizzo della tabella, si rappresenta che, ai fini dei relativi interventi di elevazione della soglia, la capitalizzazione delle società è calcolata sulla base della media ponderata delle quotazioni di mercato nei sei mesi precedenti il presupposto alla base del provvedimento di detta elevazione.

Tabella relativa alle modalità di calcolo del flottante (dati in milioni di Euro)

Classi di capitalizzazione (milioni di euro)	% di partecipazione	% di flottante
$X \leq 2.800$	90%	10%
$2.800 < X \leq 4.800$	91%	9%
$4.800 < X \leq 9.600$	92%	8%
$9.600 < X \leq 17.500$	93%	7%
$17.500 < X$	94%	6%

In considerazione di tali criteri generali, le società di gestione del mercato segnaleranno alla Consob i casi per i quali appare possibile determinare una soglia superiore a quella fissata dall'art. 108 del Tuf, relativamente alle società quotate per le quali, in connessione con il lancio di un'offerta pubblica di acquisto totalitaria o per effetto di acquisti selettivi di azioni sia sul mercato sia fuori mercato, possa realizzarsi o si sia realizzata la concentrazione nelle mani di un unico soggetto (o di più soggetti che agiscano di concerto ai sensi dell'art. 109 del Tuf) di una partecipazione superiore al 90%. In particolare, nel caso in cui detta condizione possa verificarsi all'esito di una offerta pubblica di acquisto, la nuova soglia verrebbe fissata in via preventiva, mentre in tutti gli altri casi verrebbe fissata su iniziativa della Consob ovvero sulla base di segnalazione dell'interessato.

Stante comunque l'esigenza di garantire gli interessi degli investitori, la Commissione, in ogni caso, terrà conto di situazioni eccezionali che, incidendo sulla qualità del flottante, possano inficiare il "regolare andamento delle negoziazioni" e, pertanto, ostino alla determinazione di una soglia superiore al 90% determinata esclusivamente sulla base della sopra citata tabella.

Si ritiene pertanto opportuno rappresentare che la Consob potrebbe non assumere il provvedimento di innalzamento, ad esempio, nei casi:

- di superamento da parte di un azionista del 90% del capitale tramite acquisti selettivi, ove la Consob abbia conoscenza che, oltre al medesimo controllante, siano presenti azionisti con partecipazioni rilevanti, superiori al 2% ovvero soggetti detentori di posizioni lunghe tramite derivati (con liquidazione fisica o per contanti) di ammontare equivalente;
- di possibile superamento del 90% per effetto di un'OPA, volontaria od obbligatoria, di prossima realizzazione, ove vi fossero, oltre al controllante, azionisti con partecipazioni

rilevanti superiori al 2% che abbiano dichiarato, ovvero è ragionevole attendersi, che non aderiranno all'offerta;

- c) in cui la Consob abbia conoscenza che il socio che detiene, ovvero potrebbe detenere, a seguito di un'offerta, una partecipazione superiore al 90% nel capitale azionario, detenga anche ulteriori posizioni lunghe in relazione alle medesime azioni tramite derivati (con liquidazione fisica o per contanti);
- d) in cui la Consob abbia conoscenza che soggetti, anche non aderenti a patti parasociali aventi ad oggetto le azioni rilevanti, detentori di partecipazioni e/o di posizioni lunghe sulle azioni, tramite derivati (con liquidazione fisica o per contanti) con riferimento alle medesime, abbiano relazioni qualificate con il socio di controllo (ad es. rapporti rilevanti per le operazioni con parti correlate).

A tale riguardo, si evidenzia che, con riferimento al calcolo della "partecipazione" rilevante ai fini dell'obbligo di acquisto residuale, ai sensi dell'art. 108, comma 2, del Tuf, l'art. 44-*bis*, comma 5, del RE, in linea con la prassi già applicata, le azioni proprie si computano nella partecipazione del controllante (numeratore) senza sottrarle dal capitale di riferimento (denominatore).

Si rappresenta, inoltre, che resta ferma la possibilità per la Consob di assumere decisioni, ai sensi dell'art. 112 del Tuf, non in linea con quelle deducibili dai criteri generali indicati nella comunicazione, qualora eccezionali esigenze di tutela del pubblico rendessero necessario agire in modo diverso.

Successivamente al primo intervento di modifica della percentuale di partecipazione, nell'ambito della verifica della permanenza di condizioni idonee a garantire un regolare andamento delle negoziazioni, la società di gestione del mercato provvederà, inoltre, ad un controllo ai fini di un eventuale adeguamento ("manutenzione") delle predette soglie.

In relazione alle società per le quali è stato deciso l'innalzamento della soglia di cui all'art. 108 del Tuf si procederà dunque ad una:

1. attività di "manutenzione periodica" con cadenza annuale, delle soglie come sopra determinate, sempre sulla base dei criteri sopra illustrati, da effettuarsi sulla base dei dati di capitalizzazione delle società rilevati dalla società di gestione del mercato al termine di ciascun anno solare;
2. attività di "manutenzione straordinaria" delle soglie al verificarsi di operazioni straordinarie che comportino rilevanti variazioni della capitalizzazione di mercato delle azioni ordinarie dell'emittente, quali ad esempio: aumento o riduzione del capitale, fusioni, scissioni e distribuzione di dividendi straordinari.

Anche in tali casi si terrà conto di situazioni eccezionali che, incidendo sulla qualità del flottante, siano potenzialmente idonee ad inficiare il "regolare andamento delle negoziazioni" e, conseguentemente, rendano necessario un intervento di fissazione di soglie diverse da quelle indicate nella sopra citata tabella.

Per la manutenzione ordinaria, in ogni caso, non è previsto l'adeguamento della soglia mediante l'innalzamento di quella precedentemente disposta. Ciò in considerazione del già citato interesse del mercato alla esistenza di flottanti con controvalore quanto più possibile elevato, tali da garantire in modo adeguato la regolarità dell'andamento delle negoziazioni.

Si precisa, al riguardo, che nel caso in cui dovesse essere decisa una riduzione della soglia precedentemente elevata, l'azionista, detentore della partecipazione superiore alla nuova soglia, non sarà obbligato ad effettuare un'offerta residuale, poiché il superamento del nuovo limite non dipende da un suo attivo comportamento. Evidentemente lo stesso azionista non potrà incrementare ulteriormente, in termini percentuali, la propria partecipazione. Si realizzerebbe in tale caso, infatti, una nuova attestazione di partecipazione superiore al nuovo limite consentito.

Si evidenzia, infine, che la determinazione per un dato emittente della soglia di partecipazione superiore al 90% è valida ai soli effetti del caso concreto rispetto al quale si sono verificate le condizioni per il relativo innalzamento e, pertanto, esclusivamente nei confronti del soggetto che ha determinato l'operazione a seguito della quale è stato assunto il provvedimento di modifica ai sensi dall'art. 112 del Tuf. Nel caso di successiva ulteriore applicazione, per la medesima società, degli obblighi previsti dall'art. 108, comma 2, del Tuf, la Consob provvederà ad effettuare eventuali nuove determinazioni.

Per effetto della presente comunicazione è abrogata la comunicazione n. DME/2078716 del 2 dicembre 2002.

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas