

Comunicazione n. DEM/2018528 del 20-3-2002

inviata allo studio ...

Oggetto: Quesito concernente l'interpretazione della disciplina dell'Opa da consolidamento di cui agli artt. 106, comma 3, lett. b) del Testo Unico e 46 del Regolamento Emittenti

Si fa riferimento alla nota pervenuta in data ... con la quale codesto Studio Legale, per conto di ..., ha presentato alla Consob un quesito concernente l'applicabilità dell'obbligo di opa da consolidamento di cui agli artt. 106, comma 3, lett. b) del Testo Unico (di seguito "TUF") e 46 del Regolamento n. 11971/99 e successive modifiche (di seguito "il Regolamento") agli acquisti di azioni della società [...A...] che potranno essere effettuati da ... successivamente alla riduzione della propria partecipazione nella società dal X% a circa il Y%.

Secondo quanto riportato nel citato quesito, il ... detiene indirettamente circa il X% del capitale ordinario della menzionata società ed è inoltre titolare, tramite la propria controllata società [...B...], di n. ... azioni di risparmio della stessa società [...A...].

In esito all'esecuzione della conversione obbligatoria delle azioni di risparmio dell'emittente, deliberata dall'Assemblea Straordinaria e dall'Assemblea Speciale degli azionisti di risparmio della società in data ..., la partecipazione detenuta da ... si ridurrà, in virtù della conversione delle azioni di risparmio dallo stesso possedute, dalla soglia attuale sino a circa il Y%.

Posto ciò, nel quesito si rappresenta la possibilità che il ..., al fine di ripristinare la partecipazione detenuta nella società sino ad una soglia sostanzialmente pari a quella posseduta precedentemente all'operazione di conversione sopra descritta, proceda all'acquisizione di azioni della società [...A...].

In relazione a quanto sopra, nel quesito si chiede pertanto di conoscere le valutazioni di questa Commissione in ordine:

A) all'applicabilità, alla fattispecie in parola, degli artt. 106, comma 3, lett. b), del TUF e 46 del Regolamento (opa da consolidamento), in base ai quali coloro che detengono una partecipazione in una società quotata compresa tra il 30% e il 50% del capitale ordinario sono tenuti a promuovere un'opa totalitaria nel caso venga acquisito nei dodici mesi più del tre per cento di detto capitale;

B) qualora si consideri sussistente l'obbligo di opa in parola, alle modalità di calcolo del citato limite del 3%. Si chiede, in particolare, se lo stesso debba essere calcolato detraendo le azioni acquistate da ... negli ultimi 12 mesi dal 3% del capitale sociale post-conversione delle azioni di risparmio (ipotesi 1) o se, invece, debba confrontarsi l'incremento percentuale già avvenuto con il capitale sociale esistente alla data delle singole operazioni e, quindi, valutando esclusivamente una percentuale residua sul nuovo capitale sociale (ipotesi 2).

Con riferimento a tale ultimo aspetto nel quesito si osserva che, a seconda della soluzione prescelta, il numero di azioni acquistabili si modifica sensibilmente oscillando tra circa n. ... di azioni (nell'ipotesi 1) a poco più di n. ... azioni (nell'ipotesi 2).

2. Con riferimento alla questione sub A), l'istante reputa che agli eventuali acquisti di ... volti a ripristinare la propria partecipazione nella società [...A...] ridottasi in esito alla conversione delle azioni di risparmio in ordinarie, non sia in alcun modo applicabile l'obbligo di OPA da

consolidamento, a prescindere dalla circostanza che gli acquisti in questione superino la soglia percentuale del 3% indicata dall'art. 46 del Regolamento.

Ciò argomentando sulla base della ratio della disciplina in esame che, nell'intento di evitare che i soggetti possessori di una partecipazione superiore al 30% "possano eludere i disposti della normativa in tema di offerte pubbliche di acquisto", pone un limite percentuale alla possibilità di incremento di detta partecipazione, equiparando così coloro che si trovano al di sotto della soglia rilevante con coloro che ne siano, seppur di poco, al di sopra.

Sulla base di tale assunto non appare corretto, secondo quanto rilevato da codesto Studio Legale, equiparare "una riduzione percentuale della partecipazione non determinata dalla volontà dell'azionista di maggioranza ma, anzi, dallo stesso accettata per il bene sociale" con "quella di chi invece intendesse realmente incrementare la propria percentuale di partecipazione": in sostanza, nel caso di specie non si avrebbe tanto un "aumento" di detta partecipazione quanto un "ripristino" della stessa, in misura tale da preservare l'originario controllo e senza alcun "incremento effettivo" della percentuale in questione.

Ben diversa rispetto all'ipotesi in esame, secondo l'istante, sarebbe quella in cui la riduzione della partecipazione derivasse da una volontaria cessione di azioni da parte del titolare: in tale fattispecie, infatti, la riduzione medesima sarebbe conseguenza di un'operazione direttamente effettuata dal socio e non di una decisione della società, indipendentemente dal fatto che il socio interessato possa aver votato o meno favorevolmente nella deliberazione assembleare.

Per tutte le osservazioni sopra esposte, conclude codesto Studio Legale, appare opportuno interpretare l'art. 46 del Regolamento nel senso di "depurare" la percentuale del 3% individuata come soglia massima di incremento in assenza di OPA, da "eventi che non siano stati oggetto della diretta attività del socio".

In merito alla questione sub B), nel quesito non si è ritenuto di esprimere alcuna valutazione, rimettendosi sul punto alle determinazioni di questa Commissione.

3. Con riferimento all'argomento di cui al punto A) (applicabilità dell'OPA da consolidamento), si ritiene che le osservazioni formulate nel quesito non siano condivisibili e che, pertanto, gli eventuali acquisti di azioni ordinarie della società [...A...] da parte di ..., effettuati oltre i limiti consentiti dall'art. 46 del Regolamento, comporterebbero l'insorgere in capo a quest'ultimo di un obbligo di OPA totalitaria sul residuo capitale ordinario di detta società.

In proposito si rileva, preliminarmente, che la ratio sottesa al citato art. 46 non è tanto quella, evidenziata dall'istante, di non creare "un'ingiustificata disparità" tra chi si trovi al di sotto della soglia rilevante a fini OPA e chi sia al di sopra di questa, quanto quella di evitare che coloro che detengono una partecipazione compresa tra il 30% e il 50% del capitale possano rafforzare in misura rilevante la propria posizione in un periodo di tempo non sufficientemente diluito. In tale ottica, l'esenzione dall'offerta totalitaria in caso di incremento della partecipazione rilevante, e la connessa e conseguente diminuzione della contendibilità della società, è concessa per una determinata percentuale (3%) e in un arco temporale definito (12 mesi).

Al riguardo, si osserva che l'applicabilità dell'obbligo in questione deriva dalla circostanza oggettiva dell'acquisizione di una percentuale del capitale ordinario della società interessata che porti il titolare ad incrementare la propria partecipazione al di fuori dei limiti contemplati dal citato art. 46, a nulla rilevando le motivazioni soggettive sottese a detto incremento.

In altri termini, non appare possibile distinguere, ai fini dell'applicabilità dell'OPA da consolidamento, così come affermato nel quesito, tra la posizione di chi decida "realmente" di incrementare la propria partecipazione nella società e chi si limiti a "ripristinare" detta partecipazione fino alla percentuale detenuta prima di un'operazione sul capitale; in entrambi i casi, infatti, ciò che rileva è l'acquisto della partecipazione oltre i limiti individuati dall'art. 46 del Regolamento, a prescindere dai fatti che costituiscono il presupposto dell'acquisto medesimo: in particolare, nel caso di specie appare irrilevante la circostanza che la riduzione della partecipazione detenuta da ... sia il frutto di un'operazione (la conversione delle azioni di risparmio in ordinarie) deliberata dalla società.

In merito si osserva che il sistema delineato dal TUF, innovando rispetto a quanto previsto dalla previgente legge n. 149/92, ha individuato i presupposti per l'applicabilità degli obblighi di OPA obbligatoria facendo riferimento esclusivo alla circostanza oggettiva del superamento di soglie predeterminate ed individuando, al contempo, delle ipotesi di esenzione la cui puntuale disciplina è demandata all'attività regolamentare della Consob.

Può dirsi, pertanto, che subordinare l'effettiva applicabilità degli obblighi *de qua* non solo alla verifica dell'avvenuto superamento di dette soglie, ma ad una indagine puntuale sulle finalità perseguite in concreto dall'interessato con gli acquisti effettuati, oltre ad attribuire all'intera disciplina una indubbia connotazione di incertezza, appare in contrasto con l'assetto prefigurato dal legislatore in tale materia.

Nel quesito viene altresì sottolineato, a sostegno della interpretazione proposta, il carattere "involontario" della riduzione della partecipazione di ..., conseguente all'operazione di conversione delle azioni di risparmio in ordinarie deliberata dalla società [...A...] cui, come detto, potrebbe seguire il possibile acquisto, da parte di detto soggetto, di una percentuale di azioni tale da "ripristinare" la partecipazione originariamente detenuta.

Il riferimento a detta circostanza sembra evocare il presupposto dell'esenzione di cui agli artt. 106, comma 5, lett. c), del TUF e 49, comma 1, lett. d), del Regolamento, che in effetti escludono l'applicabilità dell'obbligo di OPA nei casi in cui l'acquisto della partecipazione rilevante sia "indipendente" dalla volontà del soggetto e consegua all'esercizio di un diritto "originariamente spettante" all'acquirente, intendendosi con ciò che il superamento della soglia debba essere non solamente passivo, ma anche oggettivamente non imputabile al soggetto potenzialmente tenuto all'obbligo.

L'ipotesi tipica in cui ricorre detta esenzione 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.

La fattispecie prospettata nel quesito è peraltro significativamente diversa da quella contemplata nella suddetta esenzione. Quest'ultima, in particolare, fa riferimento ad ipotesi in cui l'incremento rilevante della partecipazione detenuta da un socio sia l'effetto diretto ed esclusivo dell'effettuazione di un'operazione sul capitale della società; nel caso di specie, al contrario, l'effetto della conversione delle azioni di risparmio comporterebbe la riduzione della partecipazione nella società [...A...] di ...: ogni successivo acquisto di azioni ordinarie da parte di tale soggetto, pertanto, non potrebbe che

ricondersi direttamente alla sua volontà, ricorrendo pertanto, in presenza dei necessari presupposti, l'obbligo di OPA.

A ulteriore riprova dell'impossibilità di ritenere applicabile al caso di specie il disposto dell'art. 49 in parola, si consideri che l'operatività di detta scriminante è stata esclusa da questa Commissione in tutti i casi in cui gli acquisti rilevanti, effettuati in occasione di un'operazione sul capitale, non fossero conseguenza dell'esercizio di un diritto di origine sociale, ma risultassero comunque riconducibili alla volontà dell'acquirente, come ad esempio nell'ipotesi di acquisto in borsa dell'inopato: con ciò ulteriormente confermando che l'incremento eventuale della partecipazione detenuta da ..., in quanto direttamente imputabile ad una autonoma decisione dello stesso, non potrebbe che essere preso in considerazione ai fini di quanto previsto dall'art. 46.

Si ribadisce, sul punto, che le ipotesi di esenzione agli obblighi di OPA sono state individuate tassativamente dal legislatore e che, pertanto, l'interpretazione della Consob in tale materia deve necessariamente intervenire nell'ambito delle fattispecie esistenti: considerando quindi che all'operazione delineata nel quesito non risulta applicabile alcuna delle citate scriminanti, ne deriva che la rilevanza ai fini OPA degli acquisti di azioni della società [...A...] che potranno essere effettuati da ... dovrà essere valutata con esclusivo riferimento alle condizioni stabilite dall'art. 46 del Regolamento.

4. Le considerazioni sinora esposte rispondono a quanto evidenziato nel quesito con riferimento all'interpretazione da attribuire all'art. 46 del Regolamento nel caso di specie.

La fattispecie in esame, caratterizzata dalla riduzione della partecipazione detenuta nella società dal soggetto interessato e dal suo successivo "ripristino", potrebbe altresì evocare delle operazioni simili, in relazione alle quali questa Commissione, da ultimo con Comunicazione n. 2010342 del 14 febbraio 2002, ha escluso l'applicabilità di obblighi di OPA: anche in tali operazioni, infatti, la partecipazione superiore al 30% detenuta congiuntamente da alcuni azionisti in una società quotata si veniva, nell'ambito della realizzazione di successive fasi facenti parte di un progetto unitario, dapprima a ridurre e subito dopo ad incrementare, sino ad attestarsi ad una soglia sostanzialmente corrispondente a quella iniziale.

Nelle suddette ipotesi, peraltro, le variazioni della partecipazione detenuta dagli azionisti interessati erano l'effetto di un'operazione unitaria, *ab origine* concepita con il dichiarato obiettivo di pervenire all'integrazione tra le società coinvolte: in tale ottica, è stato ritenuto che tutte le fasi del progetto, pur rimanendo temporalmente e giuridicamente distinte, non potevano essere oggetto di considerazione separata, e che - pertanto - la valutazione sull'eventuale applicabilità dell'OPA da consolidamento dovesse essere effettuata tenendo conto della partecipazione detenuta prima dell'operazione e quella riveniente al termine della stessa, senza tener conto delle variazioni intermedie.

Analogo conclusione non può di contro, affermarsi, con riferimento alla situazione oggetto del quesito in esame, le cui caratteristiche sono sensibilmente differenti rispetto a quelle sopra illustrate.

Le variazioni della partecipazione di ..., infatti, non sono la conseguenza di un'operazione unitaria, ma l'effetto di due atti che rimangono del tutto distinti e separati, l'uno costituito dalla delibera assembleare della società [...X...], cui è seguita la riduzione di detta partecipazione, l'altro, eventuale, consistente nell'acquisto di azioni da parte del soggetto interessato, riconducibile esclusivamente alla sua volontà negoziale.

Mancando la predetta unitarietà è evidente che l'eventuale incremento della partecipazione del citato ... successivamente all'esecuzione della delibera assembleare di conversione non è in alcun modo riconducibile alla stessa e non ne rappresenta l'effetto; tale incremento assumerà pertanto, come già diffusamente illustrato, piena rilevanza ai fini dell'applicabilità dell'art. 46 del Regolamento.

5. Tutto ciò premesso, si rende necessario definire, secondo quanto richiesto da codesto Studio Legale nel punto B), le modalità di calcolo del limite percentuale del 3%, con particolare riguardo all'individuazione del parametro del capitale sociale di riferimento per il calcolo in questione: più specificamente, si chiede di sapere, a tal fine, se il numero di azioni della società [...A...] acquistate dall'interessato nei dodici mesi debba essere comparato con il numero di azioni costituenti il capitale sociale attuale post-conversione o, invece, con il numero di azioni costituente il capitale sociale esistente al momento di ogni singolo acquisto.

In merito si ritiene che, alla luce della ratio dell'istituto dell'OPA da consolidamento, sulla quale la Commissione si è già espressa con Comunicazione n. DIS/99093452 del 22 dicembre 1999, il capitale sociale da prendere in considerazione nel caso di specie sia quello attuale come derivante dall'operazione di conversione sopra rappresentata.

Come già evidenziato nel precedente paragrafo, infatti, le disposizioni in esame hanno come finalità quella di diluire in un periodo di tempo adeguato gli eventuali acquisti di chi detenga una partecipazione compresa tra il 30% e il 50% del capitale ordinario della società interessata. In tale ottica l'incremento consentito è stato individuato facendo riferimento non al numero assoluto di azioni acquistate ma alla percentuale delle stesse rispetto al capitale ordinario della società, in quanto la misura del "potere" effettivamente esercitabile dall'azionista, dato dal numero di voti disponibili in assemblea, può correttamente ricavarsi soltanto da detta percentuale.

Ciò posto, valutata la finalità della disciplina in esame, si ritiene che nel caso di specie il parametro di riferimento per il calcolo del limite del 3% di cui all'art. 46 del Regolamento debba essere individuato nel capitale sociale post conversione delle azioni di risparmio, con la conseguente possibilità, per l'interessato, di acquistare un numero di azioni pari a circa

L'opposta soluzione, consistente nel commisurare l' incremento del 3% facendo riferimento al capitale *ante* conversione, consentirebbe l' acquisto di sole ... azioni circa, numero che in assoluto risulta di gran lunga inferiore rispetto alla soglia percentuale del 3%, calcolata in rapporto al nuovo capitale sociale, acquistabile in un arco temporale di dodici mesi; in particolare, ciò non rifletterebbe l'effettivo potere esercitabile dall'interessato con tale quantitativo di azioni nell'ambito dell'assemblea ordinaria della società [...A...], le cui delibere saranno assunte sulla base di maggioranze calcolate sul nuovo capitale sociale.

IL PRESIDENTE
Luigi Spaventa