

Comunicazione n. DEM/2042919 del 14-6-2002

inviata all'avv. ... e, p.c. alla società ...

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 in relazione ad un'operazione societaria della società ...

Si fa riferimento alle note del ... e ..., con le quali sono stati presentati taluni quesiti in tema di disciplina delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie che originano dalla situazione societaria della

Con riferimento a detta società, in relazione ad un'operazione di aumento di capitale correlata ad un piano di ristrutturazione del debito deliberata lo scorso ..., la Consob si era pronunciata in merito all'applicabilità dell'esenzione dall'obbligo di promuovere un'OPA totalitaria ai sensi dell'art. 49, c. 1, lett. b) del regolamento Emittenti.

In tale occasione infatti, la sottoscrizione dell'aumento di capitale e la stipula di un patto parasociale tra alcuni degli azionisti fondatori della società e nuovi soggetti, finalizzato al salvataggio della società medesima, avrebbero comportato, in capo agli aderenti al patto stesso congiuntamente considerati, l'obbligo solidale di effettuare un'offerta pubblica di acquisto ai sensi dell'art. 109, comma 1, lett. a), obbligo venuto meno per effetto della richiamata esenzione.

Detto aumento di capitale prevedeva, oltre all'emissione di nuove azioni, anche l'emissione di warrant per la sottoscrizione di ulteriori azioni, da esercitarsi nei periodi 31 agosto-30 ottobre degli anni 2002, 2003 e 2004. A conclusione del suddetto aumento di capitale il patto (che prevedeva anche impegni di lock-up con scadenze differenziate tra i 3 mesi e i 3 anni) deteneva complessivamente il 52,44% del capitale sociale della società e il 64,5% di tutti i warrant in circolazione.

A seguito del venir meno di parte degli impegni di lock up e della vendita di azioni facenti capo al patto, la percentuale di azioni complessivamente detenuta dal patto parasociale stesso è scesa al 49,25% del capitale della società. Inoltre, sino ad oggi, gli aderenti al patto hanno ceduto circa 15.000.000 di warrant ad essi attribuiti.

Come già comunicato alla Consob e al mercato in data ..., la società si trova nuovamente in uno stato di difficoltà di natura finanziaria per il superamento del quale alcuni degli aderenti al patto originariamente stipulato, in data ..., hanno sottoscritto una "Dichiarazione di assunzione di impegni", avente ad oggetto, oltre all'impegno a fare in modo che i competenti organi sociali assumessero, entro il ..., le idonee deliberazioni per l'esercizio anticipato dei warrant, l'impegno di esercitare anticipatamente warrant per un importo complessivo di €18.221.093. Al fine di detto esercizio è inoltre previsto il trasferimento, nell'ambito del patto, tra alcuni dei soggetti ad esso aderenti, di oltre 9 milioni di warrant, agli stessi già attribuiti.

Per effetto dell'esecuzione dell'accordo integrativo sopra descritto, nell'ambito del patto si modificheranno le posizioni relative degli aderenti al patto stesso, ancorché in misura non determinabile a priori (in ogni caso, nessuno dagli aderenti al patto verrebbe a detenere, individualmente, una partecipazione al capitale della società superiore al 30%); la percentuale del capitale sociale di ... complessivamente detenuta dal patto potrà variare - anch'essa in misura non quantificabile a priori, ma, teoricamente, anche superiore al 3% - in funzione del comportamento del mercato e degli aderenti al patto che non hanno assunto impegni in merito all'esercizio dei warrant.

La suddetta "Dichiarazione" risultava sospensivamente condizionata a che, entro e non oltre il ..., la Consob confermasse formalmente che la sottoscrizione di detto accordo integrativo e l'adempimento delle obbligazioni in esso previste e gli effetti che ne possono derivare in ordine alle percentuali di partecipazione al capitale della società, non comportino l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni della Detto termine è stato successivamente prorogato al

L'assemblea straordinaria della ..., tenutasi in data ..., ha deliberato di modificare il regolamento dei warrant di cui sopra, attribuendo la facoltà di esercizio anticipato nel periodo ..., al prezzo di €0,80 per ciascun warrant.

Premesso quanto sopra, nel quesito sono esposte le ragioni in base alle quali, ad avviso di codesto Studio Legale, le suddette possibili variazioni di possesso azionario nell'ambito del patto o complessivamente in capo al patto stesso, anche se superiori al 3% - e come tali potenzialmente idonee a far sorgere l'obbligo di opa da consolidamento ai sensi della norma indicata in oggetto - sarebbero tali da non far sorgere in capo ai singoli partecipanti al patto, o al patto unitariamente considerato, obblighi di offerta pubblica di acquisto totalitaria sulle azioni della

In particolare, al fine di escludere detto obbligo, si ricorre ad argomentazioni riguardanti il profilo soggettivo del patto parasociale, e l'applicabilità, in termini generali e alla fattispecie concreta, delle disposizioni in materia di opa da consolidamento (successivi punti 1 e 2) e argomentazioni specifiche relative all'applicabilità delle disposizioni di esenzione di cui agli artt. 106, comma 5 e 49 del regolamento Emittenti (successivi punti 3,4,e 5).

Di seguito si riportano, in sintesi, i motivi, indicati nel quesito, tenuto conto dei quali, in relazione alla fattispecie in esame, non dovrebbe trovare applicazione la normativa indicata in oggetto.

1. Insussistenza di effetti novativi della stipulazione dell'accordo integrativo

Preliminarmente, il quesito si sofferma sul profilo soggettivo del patto. In particolare, secondo quanto sostenuto, la menzionata modificazione delle posizioni relative dei paciscenti all'interno del patto non comporterebbe un'alterazione significativa degli equilibri interni al patto medesimo attualmente esistenti, ed inoltre rimarrebbero invariati gli accordi concernenti la corporate governance della società. Alla luce di tali considerazioni pertanto, la stipula degli accordi integrativi non si sostanzierebbe nella stipula di un "nuovo" accordo parasociale, né si avrebbe la creazione di sottoinsiemi di paciscenti autonomamente rilevanti agli effetti della disciplina delle OPA obbligatorie.

Per questi motivi codesto Studio Legale, richiamando i principi enunciati dalla Consob con la comunicazione n. 99061705 del 13 agosto 1999, in tema di novazione dei patti parasociali, ritiene che *" la sottoscrizione dell'accordo integrativo e la sua esecuzione, avuto riguardo ai rapporti interni tra gli aderenti al patto, non importi né solidalmente in capo ai paciscenti, né in capo ad alcuni di essi un obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni della società"*.

2. Inapplicabilità delle disposizioni degli artt. 106 comma 3, lett. b) del regolamento e 46 del regolamento

Tenuto conto che, per effetto dell'esercizio dei warrant nel periodo di adesione anticipata, la partecipazione complessivamente detenuta dagli aderenti al patto (attualmente pari al 49,25%) potrebbe subire un incremento superiore al 3% e pertanto sembrerebbe integrata la fattispecie di cui agli artt. 106, comma 3, lett. b) del T.U. e 46 del Regolamento Emittenti, codesto Studio ritiene che le suddette norme non debbano trovare applicazione per i seguenti motivi.

Come evidenziato nel quesito, nel sistema accolto dalla legge, chi già dispone della maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria di una società quotata è libero di incrementare la propria partecipazione senza che da ciò possa derivare alcun obbligo di promuovere un'offerta pubblica, in quanto, una volta superata la soglia del controllo di diritto, ogni ulteriore acquisto è irrilevante.

Secondo quanto sostenuto, il richiamato principio dovrebbe trovare applicazione anche nei confronti di chi si trovi a detenere, da più di dodici mesi, una partecipazione superiore al 47%, in quanto costui potrebbe raggiungere il controllo di diritto mediante acquisti inferiori al 3%. Invece, applicando la norma regolamentare, detto azionista, una volta incrementata la propria partecipazione del 3% (e superata la soglia del controllo di diritto), per poter effettuare acquisti liberamente dovrebbe restare fermo per 12 mesi. Solo decorso tale periodo l'azionista sarebbe libero di incrementare la propria partecipazione senza alcun vincolo quantitativo/temporale.

Ma tale disposizione (applicata al caso specifico) sarebbe in contrasto con il richiamato principio secondo cui nessun acquisto di azioni è rilevante ai fini dell'imposizione dell'obbligo di promuovere offerte pubbliche in presenza di un socio che disponga della maggioranza assoluta dei diritti di voto in assemblea ordinaria.

Detta norma pertanto, seguendo l'interpretazione sostenuta, non dovrebbe trovare applicazione nei confronti di chi, partendo da una posizione fra il 47% e il 50% del capitale della società (e non avendo effettuato acquisti superiori al 3% nei 12 mesi precedenti) possa venire a disporre, attraverso un acquisto inferiore al 3%, della maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria.

In altri termini, come sostenuto nel quesito, "*chiunque possa superare la soglia del 50% dei diritti di voto con un incremento inferiore al 3% non (dovrà) più ritenersi vincolato ad alcun obbligo di offerta di consolidamento*".

A tale fine sarebbe poi indifferente che l'operazione consti di due distinti acquisti in successione temporale di cui il primo non superiore al 3% (ma idoneo a superare la soglia del 50%) e il secondo per qualsiasi quantitativo, ovvero sia conseguenza di un unico acquisto superiore al 3%.

La *ratio* della norma in questione, è infatti rinvenibile nella necessità di diluire nel tempo il passaggio da una situazione in cui, pur in presenza di un socio in grado di esercitare un'influenza dominante, il controllo della società sia ancora contendibile, ad una situazione in cui questa non sia più contendibile.

Ma una volta superata la soglia del 50% mediante acquisti inferiori al 3% non vi sarebbe "*alcuna ragione per diluire nel tempo un fatto (l'acquisto di una partecipazione tale da assicurare il controllo di diritto della società) che si è già verificato*". Verrebbe quindi meno l'esigenza in funzione della quale sono state dettate le disposizioni in materia di offerta di consolidamento e le ragioni della loro applicazione; inoltre, ove venisse applicata detta limitazione, la norma regolamentare andrebbe aldilà della fattispecie individuata dal testo unico che disciplina (mediante rinvio al regolamento) le ipotesi in cui l'obbligo di offerta consegue ad acquisti da parte di coloro che detengano una partecipazione superiore al 30% "senza disporre della maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria".

Inoltre, dall'applicazione letterale della suddetta norma, discenderebbe un'ulteriore anomalia, rappresentata dalla circostanza che, tenuto conto del combinato disposto di cui agli artt. 106, comma 5, prima parte T.U. e 49, comma 1, lett. a) del Regolamento (che dispongono in merito all'ipotesi in cui il superamento della soglia del 30% non dà luogo all'obbligo di offerta, ove sia realizzato in presenza di altri soci che detengano il controllo della società) tutti gli altri azionisti sarebbero liberi di incrementare la propria partecipazione, data la presenza di un socio che detiene

la maggioranza assoluta dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria, ad eccezione di quest'ultimo che dovrebbe invece restare fermo per i prescritti dodici mesi. Tale conseguenza sarebbe pertanto paradossale e contraria al sistema accolto dalla legge, secondo cui in presenza di un socio che dispone della maggioranza di diritti di voto, tutti possono incrementare liberamente le proprie partecipazioni, salvo il limite dell'offerta residuale.

Successivamente il quesito si sofferma sulla possibile applicabilità alla fattispecie di cui trattasi delle disposizioni di esenzione di cui agli artt. 106, comma 5, lett. a), c) e d) del T.U.F. e 49, comma 1, lett. b), d) ed e) del regolamento Emittenti.

3. Applicabilità dell'esenzione prevista dagli artt. 106 comma 5, lett. a) del T.U. e 49, comma 1 lett. b) del regolamento per le operazioni di salvataggio

Secondo il quesito, ove non dovesse essere condivisa l'interpretazione esposta nel precedente punto 2, l'operazione potrebbe rientrare nell'ambito applicativo delle disposizioni sopra richiamate.

In tale ottica, l'esercizio dei warrant di cui trattasi rappresenterebbe uno dei momenti esecutivi del piano di ristrutturazione originariamente concepito, in relazione al quale, a suo tempo, è stata pronunciata l'esenzione di cui al citato art. 49, comma 1, lett. b) del regolamento.

Pertanto l'eventuale incremento della partecipazione complessivamente posseduta dagli aderenti al patto per effetto dell'esercizio dei warrant sarebbe da considerarsi come conseguenza dell'attuazione di tale piano e come tale " *coperto dalla predetta esenzione a prescindere dal momento in cui ciò effettivamente si verifichi*".

Secondo il quesito, la circostanza che ai fini dell'esercizio anticipato di warrant, il relativo regolamento debba essere modificato, non inficerebbe detta conclusione in quanto:

- gli impegni di esercizio assunti da alcuni degli aderenti al patto rappresenterebbero un beneficio per tutti i soci;
- l'esercizio anticipato è giustificato da esigenze obiettive ed è attribuito indistintamente a tutti i portatori dei warrant e per tutte le categorie di warrant, come facoltà aggiuntiva che non modifica i diritti stabiliti dagli originari regolamenti dei warrant;
- il prezzo di esercizio anticipato dei warrant è incentivante per il mercato rispetto ai prezzi di esercizio originariamente fissati nei regolamenti dei warrant.

4. Applicabilità dell'esenzione prevista dagli artt. 106, comma 5 lett. c) del Testo Unico e 49 comma 1, lett. d) del Regolamento (esercizio di diritti originariamente spettanti)

Secondo l'opinione di codesto Studio Legale, il superamento della soglia del 3% da parte degli aderenti al patto per effetto dell'esercizio dei warrant non dovrebbe comunque dare luogo all'OPA totalitaria, in quanto l'intera operazione potrebbe essere qualificata quale acquisto involontario ai sensi della norma da ultimo richiamata.

A tal fine occorrerebbe avere riguardo alla partecipazione complessivamente posseduta dai partecipanti al patto come centro autonomo di imputazione di interessi nonché ai diritti di sottoscrizione complessivamente spettanti ai paciscenti considerati nel loro insieme e non singolarmente.

Verrebbe così considerato come involontario l'incremento della partecipazione complessivamente detenuta dal patto per effetto dell'esercizio dei warrant, a prescindere dai trasferimenti di warrant infrapatto, disciplinati dall'accordo integrativo.

5. Applicabilità dell'esenzione prevista dagli art. 106, comma 5, lett. d) Testo Unico e 49, lett. e) del Regolamento, per operazioni di carattere temporaneo

Da ultimo il quesito chiede se in relazione alla fattispecie in esame, ove non fossero applicabile sopra descritte esimenti dall'effettuazione dell'OPA totalitaria, fosse applicabile l'esenzione prevista dalle norme sopra citate per le operazioni di carattere temporaneo.

In particolare codesto Studio Legale ritiene che non sussistano motivi per differenziare, rispetto a questa particolare esenzione, la fattispecie dell'offerta totalitaria successiva da quella di consolidamento e che pertanto la stessa, così come le altre fattispecie di esenzione previste dall'art. 49 del Regolamento, potrebbe trovare applicazione in relazione a tutti i tipi di offerta totalitaria disciplinati dall'art. 106 del Testo Unico.

* * *

Con riferimento a quanto sopra esposto si premette che la Commissione ha preso in considerazione i precedenti punti 1 e 2 del quesito in parola, in quanto la risposta agli stessi risulta assorbente ed esaustiva con riferimento alla fattispecie sopra illustrata.

1. Insussistenza di effetti novativi della stipulazione dell'accordo integrativo

In primo luogo il quesito pone il tema della "novazione" del patto per effetto della stipula dell'accordo integrativo.

Laddove infatti fosse riscontrata una sostanziale modifica del contenuto del patto già stipulato, la stessa, in connessione con eventuali acquisti azionari, potrebbe assumere rilevanza ai fini dell'insorgenza dell'OPA obbligatoria.

Con la richiamata comunicazione n. 99061705 del 13 agosto 1999, con riferimento alle possibili modifiche a patti parasociali, si è sottolineata la necessità di verificare, in concreto, la portata delle variazioni pattizie al fine di individuare se alla forma esteriore immutata del patto parasociale facessero riscontro rilevanti variazioni nella compagine degli aderenti al patto o delle regole di funzionamento, tali da mutare sostanzialmente gli assetti di potere al suo interno e comportare una vera e propria novazione del patto, che dovrebbe pertanto essere considerato come un nuovo soggetto giuridico.

E' stato infatti ritenuto privo di fondamento logico che variazioni minime nella composizione soggettiva del patto, tali da non incidere sugli assetti proprietari di quest'ultima, facciano sorgere un obbligo di offerta totalitaria solidalmente in capo a tutti gli aderenti, ivi compresi quelli che già prima ed indipendentemente da tali variazioni detenevano una partecipazione rilevante nella società tramite un patto rimasto per il resto assolutamente immutato.

Nel caso di specie, come evidenziato dal quesito, le modifiche al patto comporterebbero esclusivamente una variazione relativa (e non significativa) delle posizioni degli aderenti all'interno del patto, per effetto del trasferimento di warrant fra i paciscenti e in conseguenza dell'esercizio degli stessi e, in particolare, nessuno dei soggetti aderenti al patto verrebbe a superare, singolarmente la soglia del 30% delle azioni della società.

Alla luce di quanto sopra esposto, tenuto conto che restano ferme le clausole del patto relative alla nomina del consiglio di amministrazione, e tenuto altresì conto dell'affermazione contenuta nel patto stesso in base alla quale nessuno degli aderenti ha il potere di esercitare, singolarmente considerato, il controllo della società, si può ritenere che, nel caso di specie, non vi sia una novazione del patto in questione.

In altri termini, poiché le suddette modifiche non comportano variazioni sostanziali del patto, le stesse, in sé considerate, non sono autonomamente rilevanti agli effetti dell'opa obbligatoria in capo al patto medesimo o ai soggetti allo stesso aderenti singolarmente considerati.

Quanto sopra rappresentato con riferimento al patto ora in esame, non esclude peraltro che i partecipanti al patto medesimo possano essere tenuti all'effettuazione di un'opa obbligatoria in relazione al superamento, per effetto dell'esecuzione dell'accordo integrativo, della soglia rilevante ai fini dell'opa da consolidamento.

Conseguentemente, di seguito, saranno esaminati gli aspetti concernenti l'applicabilità della normativa relativa all'opa da consolidamento, in relazione all'eventuale superamento, da parte del patto medesimo, della suddetta soglia.

2. Insussistenza di un obbligo di promuovere un'offerta pubblica obbligatoria di consolidamento

Con riferimento alla seconda questione affrontata dal quesito, riguardante l'inapplicabilità alla fattispecie in esame delle disposizioni in tema di opa da consolidamento di cui agli artt. 106 comma 3 lett. b) del T.U. e 46 del regolamento emittenti, si condivide l'opinione secondo cui, una volta superata la quota del 50% attraverso acquisti effettuati nel rispetto dell'art. 46 del regolamento Emittenti (3% nell'arco dei 12 mesi), l'azionista sarà libero di effettuare ulteriori acquisti azionari anche se ciò comporti che nel medesimo arco temporale detti acquisti risultino complessivamente superiori alla prescritta percentuale del 3%.

In altri termini, una volta superata la soglia del 47% (e non avendo effettuato acquisti negli ultimi 12 mesi), il soggetto interessato potrà acquistare, ai sensi dell'art. 46, una percentuale di azioni fino al 3%, che gli consente di ottenere il controllo di diritto della società. Successivamente eventuali ulteriori modifiche alla sua partecipazione non comporteranno alcun obbligo di opa.

In relazione al caso di specie, pertanto, considerato che il patto parasociale di cui trattasi detiene una percentuale pari al 49,25% delle azioni della società interessata, lo stesso, nel rispetto della norma di cui trattasi, potrà acquistare (attraverso l'esercizio dei warrant) una percentuale di azioni inferiore al 3%, idonea a raggiungere il controllo di diritto e, immediatamente dopo, sarà libero di effettuare ulteriori acquisti anche superiori al 3%, in forza del controllo di diritto acquisito.

Detta interpretazione risponde alla ratio dell'opa obbligatoria, riconosciuta anche dalla dottrina, secondo cui la relativa disciplina si giustifica con riferimento a società scalabili, nelle quali al mutamento del controllo deve corrispondere un diritto dei soci minoritari a ricevere parte del premio di maggioranza nonché un diritto ad uscire dalla società; esigenze queste che vengono meno allorquando già esista un socio che detiene il controllo di diritto della stessa. In altri termini, una volta superata la soglia del 50%, le ulteriori modifiche non possono incidere sul controllo della società e pertanto non comportano obbligo di opa.

Alla luce di quanto sopra affermato, anche nella fattispecie in questione, non si ravvisa la necessità di affermare la persistenza di un vincolo quantitativo/temporale agli acquisti (volto a diluire nel

tempo detti acquisiti) nei confronti di un azionista che abbia già raggiunto la maggioranza dei diritti voto della società interessata, e pertanto il controllo della stessa non è più contendibile.

D'altra parte costituirebbe una disparità di trattamento imporre al soggetto controllante un limite agli acquisti quando la sua posizione si è ormai consolidata e tutti gli altri azionisti sono liberi di incrementare la propria partecipazione senza limitazioni alcune, secondo quanto previsto dall'art. 106, comma 5, prima parte T.U. e 49, comma 1, lett. a) del Regolamento Emittenti.

A tale fine, come sostenuto nel quesito, appare indifferente che l'azionista di riferimento, effettui due separati acquisti nel medesimo arco temporale, il primo volto all'esatto raggiungimento della maggioranza dei diritti di voto in assemblea ordinaria, e il secondo liberamente, in forza della posizione di controllo di diritto ormai acquisita, ovvero che detto obiettivo si realizzi, come nel caso di specie, attraverso un'unica operazione, giuridicamente inscindibile, quale un aumento di capitale.

IL PRESIDENTE
Luigi Spaventa