CONSOB

Comunicazione n. DEM/2047014 del 4-7-2002

inviata allo studio ...

Oggetto: **Quesito concernente l'apposizione di una condizione sospensiva ad un'OPA volontaria avente ad oggetto la totalità del capitale con diritto di voto di *[... X ...]***

1. Si fa riferimento alla nota pervenuta in data ..., con la quale codesto Studio Legale, per conto del *[... Y ...]*, ha chiesto alla Consob di esprimere le proprie valutazioni in ordine alla possibilità di condizionare un'OPA volontaria totalitaria alla ricezione di adesioni tali da consentire il raggiungimento di una percentuale di partecipazione nella società emittente pari a più del 98% del relativo capitale con diritto di voto: ciò al fine di poter esercitare il diritto di acquisto (cosiddetto " *squeeze-out*") di cui all'art. 111 del D.Lgs. n. 58/98 (di seguito "TUF").

[... omissis...]

L'obiettivo dichiarato dell'operazione, secondo quanto affermato nel quesito, è quello di pervenire alla revoca della quotazione del titolo, *[... omissis ...]*; lo strumento individuato per conseguire tale risultato è appunto quello costituito dall'effettuazione di un'OPA totalitaria condizionata nei termini sopra indicati e dal successivo esercizio dello *squeeze-out*.

A supporto della configurabilità di tale condizione, codesto Studio Legale rileva, da una parte, che nel Regolamento n. 11971/99 (di seguito "il Regolamento") "nulla viene detto. . . al riguardo dell'identificazione della soglia cui subordinare il raggiungimento di una determinata percentuale di partecipazione"; dall'altra, che "non potrebbe considerarsi scattato, per il superamento della soglia del 90%, l'obbligo di OPA residuale se l'OPA volontaria, non raggiungendo la percentuale del 98%, venisse considerata decaduta", rimanendo in tal caso *[... Y ...]* al di sotto del 90%.

2. Al riguardo questa Commissione ritiene che l'operazione suddetta e, in particolare, la subordinazione della stessa alla condizione sospensiva suindicata sia in linea con le disposizioni vigenti in materia, non risultando nella relativa disciplina elementi testuali o logico-sistematici di ostacolo a tale previsione.

3. In assenza di contrarie disposizioni di legge, attualmente si ammette la possibilità di subordinare, sospensivamente o risolutivamente, l'efficacia dell'OPA volontaria al verificarsi di un evento futuro e incerto.

La materia è disciplinata dall' art. 40, comma 1, del Regolamento, a norma del quale " *L'efficacia dell'offerta non può essere sottoposta a condizioni il cui verificarsi dipende dalla mera volontà dell'offerente*", dovendosi individuare la differenza tra la "condizione meramente potestativa" e quella "potestativa semplice", secondo la prevalente giurisprudenza, nella dipendenza della prima da un fatto che, per l'obbligato, è del tutto indifferente compiere o non compiere, non importando alcun sacrificio o alcuna valutazione di interesse.

Tra le condizioni ritenute in linea con le suddette disposizioni vi è, tipicamente, quella che subordina l'efficacia dell'OPA al raggiungimento di un quantitativo minimo di adesioni: qualora sia presente tale previsione, è anche richiesto all'offerente di indicare se la condizione stessa sia o meno rinunciabile e se, pertanto, sia possibile l'acquisto di un quantitativo inferiore a quello richiesto. In tale ipotesi, inoltre, viene altresì richiesto di precisare se e quale sia il quantitativo di adesioni assolutamente irrinunciabile per l'efficacia dell'OPA, avuto riguardo anche alla "coerenza" di quest'ultimo con le motivazioni e i programmi futuri manifestati dall'offerente nel documento informativo.

La condizione cui si intenderebbe subordinare l'OPA su *[... X ...]* non differisce, a ben vedere, da quella sopra illustrata, con l'unica peculiarità data dalla coincidenza del quantitativo minimo richiesto con la soglia di rilevanza per l'esercizio del diritto di acquisto ex art. 111 del TUF: tale circostanza consentirà all'offerente, nel caso di buon esito dell'offerta, di conseguire la revoca dalla quotazione del titolo senza necessità di effettuare l'OPA residuale ex art. 108 del medesimo Decreto.

Tale condizione appare pertanto in linea con le disposizioni regolamentari, considerato che il verificarsi dell'evento non dipenderebbe in tale fattispecie dalla mera volontà dell'offerente, ma rimarrebbe legato alla decisione degli azionisti di minoranza di aderire o meno all'offerta: l'esistenza di detta condizione e l'intenzione di esercitare il diritto di acquisto con la conseguente revoca dalla quotazione del titolo sarebbero inoltre adeguatamente descritte nel documento informativo, portando così a conoscenza degli interessati la circostanza che, nell'ipotesi di buon esito dell'OPA, le condizioni

alle quali sarebbe possibile dismettere le azioni non apportate sarebbero esclusivamente quelle indicate dall'art. 111 del TUF, che prevede, in particolare, la fissazione del prezzo di acquisto da parte di un esperto nominato dal presidente del tribunale competente, tenuto conto anche " *del prezzo dell'offerta e del prezzo di mercato dell'ultimo semestre*".

Quanto alla circostanza che tramite l'inserimento della condizione in esame si potrebbe pervenire all'acquisto dell'intero capitale ordinario della *target* senza necessità di promuovere un'OPA residuale, non può trascurarsi che tale possibilità - indipendentemente dall'apposizione di condizioni - è comunque consentita dal sistema; l'effettuazione di un'OPA volontaria totalitaria in esito alla quale si raggiunga una partecipazione nell'emittente superiore al 98%, comporta sempre, infatti, la possibilità di esercitare lo *squeeze-out* ex art. 111 del TUF senza obblighi ulteriori *[... omissis ...]*. In merito né la legge, né le disposizioni regolamentari, prevedono vincoli o divieti nell'individuazione del quantitativo minimo cui è possibile subordinare il buon esito di un'OPA volontaria.

Ciò si giustifica anche considerando che il raggiungimento, da parte dell'offerente, di un numero di adesioni all'offerta particolarmente elevato, quale quello del 98% previsto dall'art. 111 del TUF, può ritenersi quale espressione dell'"appetibilità" del prezzo offerto e del suo "gradimento" da parte degli azionisti di minoranza, giustificando così l'acquisto "coattivo" dei titoli rimasti in circolazione: in tale ipotesi, peraltro, la tutela di detti azionisti di minoranza rimane comunque garantita dall'affidamento ad un soggetto terzo indipendente (perito nominato dal Presidente del Tribunale) del compito di determinare il prezzo dello *squeeze-out*.

[... omissis ...]

4. Ferme restando le rappresentate conclusioni, si ritiene necessario valutare la legittimità della condizione in esame anche con riferimento alla teorica possibilità per l'offerente di acquistare azioni dell'emittente nel corso dell'offerta ma al di fuori della stessa, contribuendo così, indirettamente, al verificarsi della condizione medesima.

Sulla base di un'interpretazione dell'art. 111 del TUF già in precedenza avallata da questa Commissione, infatti, nel computo dei titoli di proprietà dell'offerente ai fini dell'esercizio dello *squeeze-out* non vanno inclusi soltanto quelli conferiti all'OPA, ma anche quelli acquistati da detto soggetto fuori OPA, purché entro l'ultimo giorno del periodo di adesione alla stessa.

Ciò alla luce della lettura congiunta di detto art. 111, nella parte in cui attribuisce il diritto di acquisto a " *chiunque, a seguito di un'offerta pubblica avente ad oggetto la totalità delle azioni con diritto di voto, venga a detenere più del novantotto per cento di tali azioni..*", e delle norme in materia di trasparenza e correttezza contenute negli artt. 41 e 42 del Regolamento che prevedono,

rispettivamente, l'obbligo per i "soggetti interessati" di comunicare alla Consob e al mercato, entro la giornata, le operazioni di acquisto e vendita degli strumenti finanziari oggetto di offerta con i relativi corrispettivi (art. 41, comma 1, lett. b) e l'obbligo di adeguare il prezzo di offerta a quello più alto eventualmente pagato per acquisti effettuati in corso di OPA (art. 42, comma 2).

In particolare, l'applicazione del suddetto art. 42, comma 2, implicitamente consente di ritenere salvaguardata, ai fini del computo definitivo delle azioni per verificare i presupposti dello *squeeze-out*, la parità di trattamento tra coloro che aderiscono all'OPA e coloro che cedono i propri titoli al di fuori della stessa.

Le medesime ragioni di salvaguardia inducono, di contro, ad escludere da detto computo le azioni eventualmente acquistate una volta chiuso il periodo di adesione, in quanto non è ammissibile che l'offerente possa promuovere un'OPA totalitaria ad un prezzo, determinato *ex ante*, non in grado di consentire adesioni tali da raggiungere la soglia rilevante ed effettuare, successivamente al periodo di adesione medesimo, gli acquisti necessari al superamento del 98%: in tal modo, infatti, si verificherebbe un'evidente disparità di trattamento nei confronti di coloro che non hanno aderito all'offerta ritenendo il prezzo non equo, che non soltanto si vedrebbero preclusa la possibilità di beneficiare, ai sensi del citato art. 42, comma 2, del meccanismo dell'adeguamento del prezzo, ma sarebbero altresì soggetti all'"esproprio" conseguente all'esercizio dello *squeeze-out*.

Sulla base di quanto sopra rappresentato, pertanto, ben potrebbe l'offerente, nel periodo di adesione, acquistare azioni di *[... X ...]*, contribuendo indirettamente all'avveramento della condizione. Detti acquisti potrebbero infatti rendere più agevole (o addirittura determinare) la realizzazione dell'obiettivo perseguito dall'offerente stesso che, come detto, è quello di raccogliere un numero di adesioni tale da consentirgli l'acquisto di più del 98% del capitale con diritto di voto dell'emittente.

Tali circostanze non sono tali, a giudizio di questa Commissione, da incidere sulla qualificazione della suddetta condizione, rendendola "meramente potestativa" nel senso già sopra indicato, in quanto l'eventuale decisione di acquistare da parte dell'offerente non potrebbe certo definirsi "indifferente", ma anzi implicherebbe una complessa valutazione di una serie di elementi, soprattutto di carattere economico.

Va peraltro ricordato che, per effetto di tali acquisti, indipendentemente dagli esiti dell'OPA e dal verificarsi della condizione, l'offerente potrebbe acquisire una partecipazione nel capitale di *[... X ...]* superiore al 90%, con la conseguente applicabilità dell'obbligo di OPA residuale previsto dall'art. 108 del TUF.

In altri termini, qualora il soggetto interessato acquistasse in pendenza di offerta ma al di fuori della stessa un numero di azioni tale da incrementare la partecipazione detenuta oltre la citata soglia del 90% e le adesioni conferite non consentissero, nel loro complesso, di elevare detta soglia sino al 98%, l'offerente stesso sarebbe comunque tenuto, successivamente alla chiusura dell'OPA volontaria, a promuovere sull'emittente un'offerta obbligatoria residuale, ferma restando - evidentemente - la possibilità alternativa di ricostituire il flottante.

Ne deriva l'esigenza di assicurare in merito la massima trasparenza informativa nel documento che verrà eventualmente predisposto per l'effettuazione dell'OPA in esame, nell'ambito del quale l'offerente dovrà dare conto delle proprie intenzioni nell'ipotesi di superamento della soglia del 90% avuto riguardo alla possibilità alternativa di promuovere l'OPA residuale ovvero di ricostituire il flottante.

IL PRESIDENTE
Luigi Spaventa