

Comunicazione n. 0491672 del 4 novembre 2022

inviata alla [...società A...]

Oggetto: **[...società A...] - Quesito in merito alla presenza di obblighi di offerta pubblica di acquisto con riferimento all'operazione di acquisto di azioni [...società A...] da parte di [...socio X...]**

Si fa riferimento alla nota del ... 2022, con la quale [...società A...] ("..." **"Emittente"** o **"Richiedente"**) ha formulato il seguente quesito ("**Quesito**"):
"[c]onfermare che l'acquisto di azioni da parte del Presidente – una volta superata la soglia del 25% del capitale sociale di cui all'articolo 106, comma 1-bis, del TUF, a seguito di delibera di acquisto di azioni proprie adottata dalla Società ai sensi dell'art. 44-bis, comma 2, del Regolamento Emittenti – nonché gli ulteriori acquisti da parte del medesimo Presidente e/o da [...società B...] fino alla successiva soglia del 30% del capitale sociale di cui al predetto art. 106, comma 1, del TUF, non determinino il sorgere dell'obbligo di Opa in capo al Presidente stesso ed a [...società B...]."

Si fa inoltre riferimento alle successive note del ... 2022 ("**Prima Nota di Integrazione**") e dell'... 2022 ("**Seconda Nota di Integrazione**"), con le quali il Richiedente ha integrato e precisato le argomentazioni contenute nel Quesito, nonché fornito maggiori dettagli in merito ai Piani di Incentivazione e alla situazione azionaria di [...società A...].

1. L'Emittente

[...società A...] è una società di diritto italiano fondata da [...socio X...], che ne ricopre attualmente il ruolo di Presidente e Amministratore Delegato.

Il sig. [...socio X...] è anche titolare di n. 1.255.233 azioni [...società A...], pari all'**1,153%** del capitale sociale dell'Emittente, di cui n. 620.000 acquistate a seguito dell'esercizio in data ... 2022 delle opzioni a lui attribuite sulla base del "Piano di Incentivazione [...società A...] 2016/2018" (cfr. *infra*).

Il principale azionista dell'Emittente è [...società B...] ("..."), che detiene n. 26.406.799 azioni, pari al **24,253%** del capitale sociale dell'Emittente.

[...società B...] è a sua volta controllata da [...società C...] ("...") che detiene il 67,825% del capitale sociale, mentre del restante 32,175% è titolare [...società D...].

[...soci Y...] sono titolari in comunione *pro indiviso* della partecipazione di controllo di [...società C...].

Secondo quanto dichiarato nel Quesito, il sig. [...socio X...] è persona che agisce di concerto con [...società B...], ai sensi degli artt. 101-bis, commi 4-bis e 4-ter, del Tuf e 44-quater, comma 1, lett. a) del Regolamento Emittenti, essendo il [...] di [...soci Y...].

2. Descrizione della fattispecie

In data ... **2021**, l'Emittente comunicava la convocazione per il giorno ... **2021** dell'assemblea ordinaria di [...società A...] chiamata *inter alia* a deliberare l'"[a]utorizzazione, ai sensi degli artt. 2357 e 2357-ter del Codice Civile, all'acquisto di azioni proprie e all'eventuale successiva alienazione delle azioni proprie in portafoglio o acquistate".

In merito a tale punto all'ordine del giorno, nella Relazione illustrativa, pubblicata in data ... **2021** e redatta ai sensi dell'art. 125-ter, comma 1, del Tuf ("**Relazione Illustrativa**"), si precisava che qualora la delibera fosse stata approvata con le maggioranze richieste dal comma 2 dell'art. 44-bis del Regolamento Emittenti – ossia con il voto favorevole della maggioranza dei soci dell'Emittente, presenti in assemblea, diversi dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al 10% – non avrebbe trovato applicazione il comma 1 (secondo il quale "[l]e azioni proprie detenute dall'emittente, anche indirettamente, sono escluse dal capitale sociale su cui si calcola la partecipazione rilevante ai fini dell'articolo 106, commi 1, 1-bis, 1-ter e 3, lettera b), del Testo unico") e pertanto le azioni proprie sarebbero state computate nel capitale sociale dell'Emittente ai fini dell'applicazione della disciplina dell'OPA obbligatoria.

In data ... **2021**, l'assemblea di [...società A...] deliberava l'autorizzazione all'acquisto di azioni proprie, con le maggioranze richieste dall'art. 44-bis, comma 2, del Regolamento Emittenti, ovvero senza il voto determinante del socio [...società B...] e di [...socio X...].

In data ... **2022**, l'Emittente comunicava di detenere – a seguito degli acquisti di azioni [...società A...] effettuati nel rispetto dell'autorizzazione deliberata dalla citata assemblea del ... 2021 – complessivamente n. 2.844.443 azioni proprie, pari al 2,6125% del capitale sociale.

Conseguentemente, per effetto dell'applicazione del criterio di calcolo di cui al comma 1 dell'art. 44-bis del Regolamento Emittenti che prevede lo scomputo delle azioni proprie detenute dall'Emittente, [...società B...] e [...socio X...], che risultavano detenere complessivamente n. 27.042.034 azioni, avrebbero raggiunto il **25,503%** del capitale sociale superando la soglia del 25% rilevante, ai sensi dell'art. 106, comma 1-bis, del Tuf, per il sorgere dell'obbligo di OPA.

Tuttavia, poiché il superamento della soglia del 25% prevista dal comma 1-bis dell'art. 106 del Tuf era stato determinato dall'acquisto di azioni proprie autorizzato dagli *independent shareholders*, ha trovato applicazione il comma 2 dell'art. 44-bis del Regolamento Emittenti, che prevede una deroga al comma 1 in tale circostanza. Pertanto, includendo nel capitale sociale posto al denominatore le azioni proprie detenute dall'Emittente, la partecipazione risultava pari al **24,837%** del capitale sociale.

Successivamente, in data ... **2022**, l'Emittente comunicava al pubblico che:

- [...socio X...] aveva esercitato le opzioni a lui attribuite sulla base del "Piano di Incentivazione [...società A...] 2016/2018";
- a seguito dell'esercizio delle opzioni, [...socio X...] avrebbe acquistato n. 620.000 azioni di [...società A...], arrivando a detenere n. 1.255.233 azioni, pari all'**1,153%** del capitale sociale dell'Emittente, che sommate alle azioni già detenute

da [...società B...] rappresentavano una partecipazione pari al **25,406%** del complessivo capitale sociale dell'Emittente (anche includendo le azioni proprie);

- [...socio X...] e [...società B...] (nonché i soci di quest'ultima, [...società C...] e [...società D...]) intendevano avvalersi dell'esenzione dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni dell'Emittente di cui all'art. 49, comma 1, lettera e), del Regolamento Emittenti^[1] e pertanto si impegnavano (a) a cedere a soggetti terzi non qualificabili come parti correlate, entro e non oltre 12 mesi, un numero minimo di azioni dell'Emittente necessario e sufficiente a ridurre l'incremento della partecipazione al di sotto della soglia del 25% di cui all'art. 106, comma 1-bis, del Tuf; e (b) a non esercitare i diritti di voto afferenti alla porzione della partecipazione complessivamente eccedente detta soglia del 25% fino al perfezionamento della cessione.

3. Considerazioni del Richiedente

Nel Quesito presentato in data ... 2022 si sostiene che l'esercizio delle opzioni effettuato in data ... 2022 da parte del sig. [...socio X...] non avrebbe determinato il sorgere di alcun obbligo di OPA, anche a prescindere della decisione assunta dal sig. [...socio X...] e [...società B...] di avvalersi dell'esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lettera e), del Regolamento Emittenti. Infatti, "una volta superata la soglia del 25% del capitale sociale di cui all'articolo 106, comma 1-bis, del TUF, a seguito di delibera di acquisto di azioni proprie adottata dalla Società ai sensi dell'art. 44-bis, comma 2, del Regolamento Emittenti", gli acquisti successivi "fino alla successiva soglia del 30% del capitale sociale di cui al predetto art. 106, comma 1, del TUF, non determinano il sorgere dell'obbligo di Opa in capo al Presidente stesso ed a [...società B...]".

Le argomentazioni a sostegno di tale conclusione sono espone nel Quesito e successivamente integrate e precisate nella Seconda Nota di Integrazione[2].

3.1 Il Quesito

Nel Quesito sono proposti due principali percorsi argomentativi ("**Prima Considerazione**" e "**Seconda Considerazione**"), che secondo il Richiedente condurrebbero ad escludere qualsiasi obbligo di OPA con riferimento all'esercizio delle opzioni effettuato in data ... 2022 dal sig. [...socio X...].

A. Prima considerazione

Di seguito si richiamano schematicamente i punti principali del ragionamento svolto nella Prima Considerazione.

- La delibera di acquisto di azioni proprie è stata adottata con le maggioranze richieste dal comma 2 dell'art. 44-bis del Regolamento Emittenti, ossia con il voto favorevole della maggioranza dei soci dell'Emittente, presenti in assemblea, diversi dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al 10% (cd. *whitewash*).
- Ai sensi del comma 2 dell'art. 44-bis del Regolamento Emittenti, qualora il superamento delle soglie indicate nell'articolo 106 del Tuf consegua ad acquisti di azioni proprie autorizzati con una delibera assembleare approvata con il meccanismo del *whitewash*, la partecipazione rilevante ai fini del sorgere dell'obbligo di OPA andrà calcolata includendo nel capitale sociale posto al denominatore le azioni proprie detenute dall'Emittente (mentre secondo la regola generale del comma 1 "[I]e azioni proprie detenute dall'emittente, anche indirettamente, sono escluse dal capitale sociale su cui si calcola la partecipazione rilevante ai fini dell'articolo 106, commi 1, 1-bis, 1-ter e 3, lettera b), del Testo unico").
- Nel caso di specie, gli acquisti di azioni proprie effettuati dall'Emittente determinavano già in data ... 2022 il superamento da parte di [...società B...] e [...socio X...] della soglia del 25% prevista dall'art. 106 del Tuf per il sorgere dell'obbligo di OPA.
- Il superamento della soglia del 25% a seguito dell'acquisto di azioni proprie non determinava il sorgere di alcun obbligo di OPA, poiché l'acquisto è stato autorizzato con le maggioranze assembleari stabilite dal comma 2 dell'art. 44-bis del Regolamento Emittenti (ossia con il voto favorevole degli *independent shareholders*).
- In sintesi, secondo il Richiedente, "(i) grazie all'applicazione della Deroga, la Partecipazione Rilevante [la partecipazione congiunta di (...società B...) e (...socio X...)] era inferiore alla soglia del 25% di cui all'art. 106 del TUF [ma] (ii) in assenza dell'applicazione della Deroga, tale Partecipazione Rilevante sarebbe stata superiore al 25%".
- Concludendo, poiché "la Deroga ha quindi comportato un'esenzione dall'obbligo di OPA, si può ritenere applicabile il principio per cui – una volta acquisita una partecipazione che determina il superamento di una delle soglie rilevanti di cui all'art. 106 del TUF senza che si verifichi l'obbligo di OPA – gli ulteriori acquisti all'interno della medesima soglia sono esentati dall'obbligo di OPA";
- In tal senso, secondo il Richiedente, si sarebbe espressa la Consob nella Comunicazione n. 0226982/21 del 25 febbraio 2021 in tema di acquisti infra-soglia, affermando che "di norma, nella disciplina dell'OPA obbligatoria, una volta superata una soglia rilevante e applicata un'esenzione, gli eventuali acquisti successivi non assumono rilevanza in relazione alla stessa esenzione. Infatti, tale disciplina, una volta superata la soglia OPA in esenzione, non pone ulteriori vincoli all'acquisto se non al superamento di un'altra soglia".
- Pertanto, nel caso di specie, l'Acquisto [del ... 2022] e gli [eventuali] acquisti successivi dovrebbero risultare esclusi dall'obbligo di Opa fino al superamento della successiva soglia del 30% di cui all'art. 106, comma 1, del TUF".

B. Seconda considerazione

Il secondo argomento è di carattere più generale e poggia sulla *ratio* dell'art. 106 del Tuf che viene ricostruita richiamando un consolidato orientamento della Consob secondo il quale "ogni qual volta l'acquisto potenzialmente rilevante non comporti nel concreto un mutamento degli assetti di potere della quotata, si ritiene non ricorra la *ratio* stessa dell'Opa obbligatoria, ossia, non configurandosi un cambio di controllo, non si venga a creare l'esigenza di tutelare gli azionisti di minoranza garantendo la possibilità di exit e la distribuzione dell'eventuale premio di controllo"^[3].

In proposito nel Quesito si evidenzia come l'acquisto del sig. [...socio X...] non abbia comportato "un mutamento concreto degli assetti di potere di [...società A...]", poiché, già per effetto dell'acquisto di azioni proprie da parte di [...società A...], il sig. [...socio X...] e [...società B...] potevano disporre di una partecipazione pari al 25,503%, superiore alla soglia dell'art. 106, comma 1-bis, del Tuf, e la ratio del 106 del Tuf richiederebbe "un mutamento concreto rilevante degli assetti di potere ai fini Opa, individuato nel superamento della successiva soglia del 30%".

3.2 Seconda Nota di Integrazione

La Seconda Nota di Integrazione richiama il percorso argomentativo seguito nella Prima Argomentazione integrandolo con particolare riferimento alla natura "esimente" del comma 2 dell'art. 44-bis del Regolamento Emittenti.

Secondo il Richiedente, il meccanismo del *whitewash* di cui al comma 2 dell'art. 44-bis del Regolamento Emittenti rappresenta "una esenzione dall'obbligo di OPA" come evidenzerebbe la Comunicazione n. 0292347 del 16 febbraio 2022, la quale riferendosi a tale disposizione ne indica l'"efficacia esimente".

A sostegno della natura "esimente" del comma 2 dell'art. 44-bis del Regolamento Emittenti, viene inoltre osservato che una diversa interpretazione:

- sarebbe contraddetta dal tenore letterale dell'art. 44 -bis che individua nel comma 1 la regola generale di calcolo delle azioni proprie ai fini del sorgere dell'obbligo di OPA, mentre il comma 2, che prevede al ricorrere di determinati presupposti la disapplicazione del comma 1, rappresenta una "esenzione" rispetto alla regola generale;
- non sarebbe coerente con un quadro normativo che individua come regola generale l'"esclusione delle azioni proprie dal calcolo".

Pertanto, secondo il Richiedente, se il comma 2 dell'art. 44-bis del Regolamento Emittenti rappresenta una "esenzione" e non un mero meccanismo di calcolo delle partecipazioni rilevanti, "pare altrettanto fondato affermare che, se in virtù di tale esenzione viene superata una soglia rilevante, l'obbligo di OPA può sorgere solo al superamento di una successiva soglia rilevante, come previsto peraltro per tutte le altre esenzioni dall'obbligo di OPA stabilite dalla normativa".

Inoltre, la Seconda Nota di Integrazione evidenzia come nel caso di specie il mancato sorgere dell'obbligo di OPA in capo al sig. [...socio X...] e a [...società B...] non abbia pregiudicato in alcun modo gli interessi degli *independent shareholders*, i quali avrebbero potuto non votare la delibera assembleare di autorizzazione all'acquisto di azioni proprie e impedirne quindi l'approvazione.

Peraltro, l'eventualità che l'acquisto di azioni proprie effettuato dall'Emittente avrebbe determinato il superamento della soglia OPA del 25% da parte di [...società B...] era rappresentata nella Relazione Illustrativa sulle materie all'ordine del giorno dell'assemblea del ... 2021 che ha approvato l'operazione di acquisto di azioni proprie con il voto favorevole degli *independent shareholders*.

4. Considerazioni degli Uffici

Sulla base della documentazione disponibile e di quanto rappresentato nel Quesito, la Scrivente ritiene che le conclusioni, contenute nel Quesito e integrate dalla Seconda Nota di Integrazione, non siano condivisibili per le ragioni che di seguito si espongono.

A. Ricostruzione del quadro normativo

Preliminarmente si richiamano le disposizioni legislative e regolamentari rilevanti per la soluzione della questione sottoposta all'attenzione della Commissione.

L'art. 106 del Tuf individua diverse soglie, al superamento delle quali sorge l'obbligo di OPA[4].

L'art. 105 del Tuf individua la nozione di "partecipazione", la cui titolarità determina il sorgere di un obbligo di OPA in caso di superamento delle soglie indicate nel citato art. 106 del Tuf.

In particolare, ai sensi del comma 2 dell'art. 105, "per partecipazione si intende una quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, dei titoli emessi da una società di cui al comma 1 [ossia una società quotata su un mercato regolamentato] che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza".

Il secondo periodo del successivo comma 3 del citato art. 105 rimette alla Consob il compito di stabilire con regolamento i criteri di calcolo della partecipazione nei casi in cui i titoli "risultino privati, per effetto di disposizioni legislative o regolamentari, del diritto di voto".

La ragione della delega è chiara. Poiché la partecipazione rilevante ai fini dell'OPA obbligatoria è calcolata come una quota dei titoli che attribuiscono il diritto di voto, le ipotesi legislativamente previste di sospensione del diritto di voto comportano di fatto un accrescimento del potere di voto – relativamente alla formazione dei quorum deliberativi assembleari – di quanti ancora possono esercitare tale diritto.

In sostanza il legislatore, con tale previsione, ha inteso delegare alla Consob il compito di disciplinare quei casi che, comportando un'alterazione dei meccanismi decisionali di una società, possono rilevare ai fini del controllo e quindi del sorgere di un obbligo di OPA.

L'art. 44-bis del Regolamento Emittenti (introdotto in attuazione di tale delega legislativa) disciplina la rilevanza delle azioni proprie, ai fini del calcolo delle soglie dell'OPA obbligatoria, distinguendo tra: (i) l'acquisto da parte del socio (o di terzi) di una partecipazione in una società che già detenga azioni proprie e (ii) l'acquisto di azioni proprie da parte della società in presenza di soci che per effetto di tali acquisti possono superare le soglie previste dall'art. 106 del Tuf.

In particolare, con riferimento alla fattispecie indicata al punto (i), il comma 1 stabilisce che: "[l]e azioni proprie detenute dall'emittente, anche indirettamente, sono escluse dal capitale sociale su cui si calcola la partecipazione rilevante ai fini dell'articolo 106, commi 1, 1-bis, 1-ter e 3, lettera b), del Testo unico".

La disposizione, dando rilievo al peso effettivo dei diritti di voto in assemblea e quindi all'effettivo potere di voto che un determinato soggetto acquisisce, ha l'obiettivo di evitare che le azioni proprie possano essere utilizzate come strumento elusivo della disciplina dell'OPA obbligatoria e per tale ragione esclude dal capitale sociale posto al denominatore, ai fini del calcolo della soglia dell'OPA obbligatoria, le azioni proprie il cui diritto di voto è sospeso ai sensi dell'art. 2357-ter, comma 2, del c.c..

Quanto al diverso caso indicato al punto (ii), il comma 2 dell'art. 44-bis del Regolamento Emittenti prevede, in via eccezionale, che non si applichi il precedente comma 1, qualora il superamento delle soglie OPA di cui all'art. 106 del Tuf "consegua ad acquisti di azioni proprie, effettuati, anche indirettamente, da parte dell'emittente in esecuzione di una delibera che [...] sia stata approvata anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci dell'emittente, presenti in assemblea, diversi dal socio o da soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al 10 per cento".

Includendole nel capitale sociale della società, le azioni proprie acquistate dalla società non rilevano più (come invece accade nel comma 1) per l'eventuale superamento delle soglie dell'OPA obbligatoria, laddove l'acquisto sia stato autorizzato dall'assemblea con l'approvazione dei soci di minoranza.

Anche in questo caso la ragione della scelta regolatoria è chiara: essendo la delibera votata dai soci indipendenti la decisione di acquistare azioni proprie non è riconducibile all'azionista di controllo e inoltre i soci indipendenti sono consapevoli degli effetti, in termini di mancata OPA, della deliberazione assunta.

Di contro, in mancanza dell'approvazione da parte della maggioranza degli *independent shareholders*, l'acquisto di azioni proprie determinerà l'obbligo di offerta pubblica (comportando un rafforzamento della posizione dell'azionista di controllo) ogni qual volta, a seguito di tale acquisto, il numero di azioni detenute dal socio di maggioranza relativa rapportato al numero complessivo di azioni aventi diritto di voto nell'assemblea ordinaria (senza tener conto delle azioni il cui diritto di voto è sospeso ai sensi dell'art. 2357 c.c.) risulti superiore a una delle soglie rilevante ai sensi del citato articolo 106 del Tuf⁵⁾.

Come si legge nel secondo Documento di Consultazione del 18 febbraio 2011 che ha proposto l'introduzione della disposizione, il comma 2 dell'art. 44-bis, lasciando alle maggioranze assembleari la possibilità di rinunciare ad un'OPA per consentire l'acquisto delle azioni proprie, ha come obiettivo di "contemperare le due contrapposte esigenze di evitare che le azioni proprie possano essere utilizzate come strumento elusivo della disciplina dell'OPA obbligatoria, da una parte, e di consentire alle società di ricorrere al buy-back ove ciò corrisponda all'interesse di tutti gli azionisti, dall'altra".

B. La rilevanza dell'esercizio delle opzioni da parte di [...socio X...] ai fini del sorgere dell'obbligo di OPA.

Alla luce del quadro normativo sopra delineato, sembra innanzitutto pacifico che il superamento della soglia 25%, da parte del sig. [...socio X...] di concerto con [...società B...], a seguito dell'acquisto di azioni proprie comunicato dall'Emittente in data ... 2022, non abbia determinato il sorgere di un obbligo di OPA, poiché, come detto, le delibere di autorizzazione all'acquisto di tali azioni sono state approvate dall'assemblea di [...società A...] del ... 2021 senza il voto determinante del socio [...società B...].

In quell'occasione gli azionisti "indipendenti" di [...società A...] hanno potuto decidere se: i) votare a favore dell'autorizzazione all'acquisto di azioni proprie, rinunciando in caso di superamento di soglia da parte di [...società B...] alla promozione dell'OPA (eventualità espressamente evidenziata nella Relazione Illustrativa), ovvero ii) votare contro o astenersi in modo che, ove l'operazione di *buyback* fosse stata ugualmente approvata, ma senza l'approvazione della maggioranza delle minoranze, non avrebbe trovato applicazione il *whitewash* e l'eventuale superamento delle soglie da parte di [...società B...] e delle persone che con lo stesso agiscono di concerto avrebbe determinato il sorgere dell'obbligo di OPA.

Chiarito questo primo aspetto della vicenda rappresentata nel Quesito, occorre allora soffermarsi sul diverso ed essenziale profilo della eventuale rilevanza del successivo acquisto di azioni [...società A...] effettuato dal sig. [...socio X...] in data ... 2022⁶⁾, a seguito del quale [...società B...] di concerto con il sig. [...socio X...] ha superato la soglia del 25% del capitale sociale, anche includendo le azioni proprie nel capitale sociale posto al denominatore.

In merito alla fattispecie in esame appare innanzitutto opportuno richiamare il primo Documento di Consultazione del 6 ottobre 2010 che ha proposto l'introduzione del comma 2 dell'art. 44-bis, facendo riferimento in particolare all'Allegato 1, il quale, dopo aver illustrato la *ratio* della disposizione, così precisa la portata applicativa della deroga al comma 1: "[r]esta inteso che sussiste l'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106, comma 1, del TUF in capo a chiunque venga a detenere, anche di concerto, la partecipazione di cui all'articolo 105, comma 2, del TUF calcolata sull'intero capitale rappresentato da titoli senza scomputare le azioni proprie. In altre parole, qualora la soglia rilevante venga superata grazie all'acquisto compiuto dall'emittente, i soci prossimi al 30% [o del 25% per le società diverse da una PMI, a seguito della modifica del Tuf introdotta con D.L. del 24 giugno 2014 n. 91] non sono comunque esonerati dall'obbligo di promuovere l'offerta per gli acquisti da essi successivamente compiuti".

Quindi, secondo il Documento di Consultazione, la neutralizzazione degli effetti del *buyback* (attraverso il meccanismo dell'inclusione delle azioni proprie nel capitale sociale calcolato ai fini dell'individuazione della soglia dell'OPA obbligatoria) non può rappresentare il presupposto per il socio di maggioranza relativa di compiere successivi acquisti che di per sé determinerebbero il superamento della soglia percentuale dell'OPA obbligatoria, anche includendo (per il calcolo di tale percentuale) nel capitale sociale posto al denominatore le azioni proprie il cui acquisto è stato autorizzato con il *whitewash*.

Detto in altro modo, il rafforzamento della posizione del socio che si realizza attraverso l'acquisto di azioni proprie autorizzato con il *whitewash* ha come limite l'interesse della società a compiere il *buyback*. Al di fuori del compimento di tale operazione, la ragione del mancato sorgere dell'obbligo di OPA non sussiste, come per l'appunto nel caso in cui ulteriori acquisti del socio determinino autonomamente il superamento della soglia dell'OPA obbligatoria, anche prescindendo dalle azioni proprie detenute dalla società.

Oltre la chiara posizione espressa dalla Consob al momento dell'introduzione del comma 2 dell'art. 44-bis del Regolamento Emittenti, che ne delimita inequivocabilmente la portata applicativa coerentemente con la *ratio* della disposizione, occorre considerare anche le incoerenze sistematiche a cui condurrebbe la diversa soluzione proposta dal Richiedente.

Infatti, la conseguenza immediata di tale interpretazione dell'art. 44-bis è che dal superamento della soglia del 25% non conseguirebbe alcun obbligo di OPA:

- (i) non solo quando ciò avvenga a seguito dell'acquisto di azioni proprie, per effetto dell'autorizzazione assembleare deliberata con il meccanismo del *whitewash*;

ma anche successivamente, quando il socio di maggioranza relativa superi la soglia a seguito di propri acquisti di azioni, poiché in realtà, secondo il Richiedente, il socio sarebbe già titolare di una partecipazione superiore al 25%, dovendosi

- (ii) applicare nell'operatività successiva il criterio generale indicato dal comma 1 dell'art. 44-*bis* (che esclude le eventuali azioni proprie detenute dalla società).

Pertanto, una volta superata la soglia del 25% (a seguito dell'acquisto di azioni proprie) senza che sia sorto l'obbligo di OPA, gli eventuali acquisti del socio non rilevarebbero ai fini della disciplina dell'OPA obbligatoria, almeno sino al superamento della successiva soglia.

In conclusione, seguendo il ragionamento del Richiedente, l'operare combinato del comma 2 e del comma 1 dell'art. 44-*bis* del Regolamento Emittenti comporterebbe di fatto l'introduzione di una causa di "esenzione" diversa da quelle previste dall'art. 49 del Regolamento Emittenti.

È evidente come una tale conseguenza non sia ammissibile.

Come noto, il comma 5 dell'art. 106 del Tuf prevede alcune fattispecie di esenzione dall'obbligo di OPA (in presenza di uno o più soci che detengono il controllo; nell'ambito di operazioni di salvataggio di società in crisi; nell'ambito di operazioni infragruppo; per cause indipendenti dalla volontà; per operazioni di carattere temporaneo; per operazioni di fusione o di scissione; per operazioni a titolo gratuito), rimettendo alla Consob il compito di stabilire con regolamento i casi specifici che siano comunque riconducibili a dette fattispecie.

Solo nell'ambito delle tipologie descritte dal Tuf la Consob è delegata ad individuare specifici "casi" in cui il superamento delle soglie dell'OPA obbligatoria non comporta l'obbligo di offerta (cfr. art. 106, comma 5, Tuf).

Inoltre, il comma 6 dell'art. 106 del Tuf attribuisce sempre alla Consob il potere di adottare dei provvedimenti motivati "individuali", ma comunque in presenza di casi astrattamente riconducibili alle fattispecie di esenzione previste al comma 5 sebbene non espressamente disciplinati nel Regolamento Emittenti.

La previsione di alcune fattispecie di esenzione risponde all'esigenza di rendere più flessibile la disciplina dell'OPA obbligatoria e meno rigido un meccanismo applicativo essenzialmente fondato sul superamento di una soglia fissa.

Come detto in precedenza, risponde ad una finalità diversa il comma 3 dell'art. 105 del Tuf che attribuisce alla Consob il compito di stabilire con regolamento i criteri di calcolo della partecipazione nei casi in cui i titoli "risultino privati, per effetto di disposizioni legislative o regolamentari, del diritto di voto".

Con tale disposizione il legislatore non ha inteso introdurre una ulteriore "esenzione" alla disciplina dell'OPA obbligatoria (rispetto a quelle previste dal comma 5 dell'art. 106 come declinate nell'art. 49 del Regolamento Emittenti rubricato appunto "Esenzioni"), ma disciplinare (delegandone il compito alla Consob) quelle situazioni normativamente previste in cui la presenza di azioni temporaneamente private del diritto di voto possa comportare una alterazione dei meccanismi decisionali delle società e conseguentemente dei relativi assetti di controllo.

In tale prospettiva, il comma 1 dell'art. 44-*bis* rappresenta il criterio generale in presenza di società che detengono azioni proprie, mentre l'eccezione del comma 2 ha il solo fine di consentire una operazione di *buyback* che potenzialmente possa essere nell'interesse della società ed anche dei soci di minoranza, non vincolandone la realizzazione alla posizione del socio di maggioranza, che a seguito dell'operazione correrebbe il rischio di superare la soglia di cui all'art. 106 del Tuf^[7].

Essendo una eccezione prevista esclusivamente per le operazioni di *buyback*, non è possibile ipotizzarne una interpretazione che "neutralizzi" anche gli effetti dei successivi acquisti del socio che diano luogo ad un superamento della soglia del 25%, indipendentemente dall'acquisto di azioni proprie.

Peraltro, occorrerebbe considerare che tale metodo di calcolo in deroga allo "scomputo" delle azioni proprie opera sulla base di un quadro informativo che richiede agli *independent shareholders* una valutazione solo con riferimento all'"efficacia esimente" dall'obbligo di OPA in caso di superamento della soglia determinato dall'acquisto di azioni proprie^[8] e non invece con riferimento alla differente situazione in cui il superamento della soglia dell'OPA avvenga anche per successivi acquisti del socio.

Infine, non può essere trascurato, nel valutare le conseguenze dell'interpretazione prospettata nel Quesito, che gli acquisti del socio di maggioranza consolidano definitivamente la posizione di quest'ultimo, e quindi il superamento della soglia del 25%, mentre le azioni proprie hanno l'effetto di sospendere solo temporaneamente il diritto di voto, ossia sino a quando siano di titolarità della società, ed è quindi solo temporaneo anche il rafforzamento della posizione del socio: rafforzamento che peraltro riguarda non solo il socio vicino alla soglia rilevante ma tutti i soci in modo proporzionale diversamente dall'acquisto azionario che determina un incremento della posizione di forza del singolo socio che lo effettua.

Concludendo, il comma 2 dell'art. 44-*bis* del Regolamento Emittenti non introduce una nuova fattispecie di esenzione dall'applicazione della disciplina dell'OPA obbligatoria ulteriore rispetto a quelle elencate all'art. 49 del Regolamento Emittenti.

L'effetto "esimente" indicato in alcuni passaggi della Comunicazione n. 0292347 del 16 febbraio 2022, richiamata dal Richiedente per sostenere le proprie argomentazioni, è limitato all'acquisto di azioni proprie che ha determinato il superamento della soglia dell'OPA obbligatoria e non si estende agli acquisti successivi del socio, che non possono che rilevare ai fini del superamento delle soglie secondo la regola generale di cui all'art. 106 del Tuf.

Pertanto, non trattandosi di una "esenzione" dall'applicazione dell'OPA analoga a quelle individuate dall'art. 49 del Regolamento Emittenti ma piuttosto di una deroga "limitata" (nel senso precedentemente indicato) alle modalità di calcolo indicate al comma 1 dell'art. 44-*bis*, al caso di specie non è applicabile il principio evocato dal Richiedente secondo il quale "di

norma, nella disciplina dell'OPA obbligatoria, una volta superata una soglia rilevante e applicata un'esenzione, gli eventuali acquisti successivi non assumono rilevanza in relazione alla stessa esenzione. Infatti, tale disciplina, una volta superata la soglia OPA in esenzione, non pone ulteriori vincoli all'acquisto se non al superamento di un'altra soglia".

Quanto esposto consente di ritenere superato l'altro argomento proposto nel Quesito (Seconda Considerazione), secondo il quale l'acquisto di [...socio X...] non ha comportato "un mutamento concreto degli assetti di potere di [...società A...]", poiché, già per effetto dell'acquisto di azioni proprie da parte di [...società A...], [...società B...] e il sig. [...socio X...] potevano disporre di una partecipazione calcolata sul totale dei diritti di voto pari al 25,503% e quindi superiore alla soglia dell'art. 106, comma 1-bis, del Tuf.

A tal proposito, la Seconda Considerazione richiama l'orientamento espresso dalla Consob in tema di patti parasociali secondo il quale "ogni qual volta l'acquisto potenzialmente rilevante non comporti nel concreto un mutamento degli assetti di potere della quotata, si ritiene non ricorra la ratio stessa dell'Opa obbligatoria, ossia, non configurandosi un cambio di controllo, non si venga a creare l'esigenza di tutelare gli azionisti di minoranza garantendo la possibilità di exit e la distribuzione dell'eventuale premio di controllo"^[9].

Nelle comunicazioni citate dal Richiedente^[10], le operazioni esaminate dalla Consob presentavano il seguente tratto comune.

Il socio di controllo cedeva ad altro o altri soggetti una parte della propria quota, mantenendo tuttavia una partecipazione superiore al 30%, e contestualmente sottoscriveva con il cessionario o i cessionari un patto parasociale che gli garantiva di conservare comunque il controllo dell'emittente.

In tale circostanza, la Consob osservava come fosse illogico far discendere automaticamente dall'articolo 109 del Tuf "un obbligo di OPA ogniqualvolta un azionista di controllo ceda, senza rinunciare ad esercitare una posizione dominante, una parte della sua partecipazione ad azionisti che concludono un patto parasociale con lui, vale a dire casi in cui non sorgerebbero gli interessi che la normativa italiana sulle OPA intende tutelare [ossia senza che sia intervenuto quel mutamento nell'assetto di controllo cui è legata l'exit offerta dall'OPA]"^[11]. Infatti, nonostante le modificazioni delle partecipazioni detenute dagli aderenti al patto parasociale, "non può ritenersi che venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia un azionista che già la deteneva prima dell'operazione"^[12].

Come ampiamente esposto sopra, nel caso di specie la situazione è diversa.

Rispetto alle operazioni esaminate nelle comunicazioni citate dal Richiedente, nel caso prospettato nel Quesito, il socio di maggioranza relativa non deteneva già una partecipazione superiore alla soglia OPA ed è stato invece l'acquisto successivo del sig. [...socio X...] a determinare il superamento della soglia dell'OPA obbligatoria, mentre l'iniziale superamento era solo la conseguenza dell'acquisto di azioni proprie autorizzato con meccanismo del *whitewash*, che, come detto, non rilevava, ai sensi dell'art. 44-bis, comma 2, del Regolamento Emittenti, ai fini dell'applicazione della disciplina dell'OPA obbligatoria.

In altri termini, atteso che "la vigente disciplina in materia di OPA obbligatoria ha come presupposto il superamento di una soglia fissa (...), a prescindere dal fatto che il soggetto che ha acquisito la partecipazione superiore a tale soglia sia in grado o meno di esercitare di fatto il controllo sulla quotata", nel caso in esame nella prima fase – il *buyback* azionario – la soglia non viene superata in virtù del fatto che si adotta un denominatore che include le azioni proprie, nella seconda fase – l'assegnazione delle azioni al sig. [...socio X...] – la soglia invece è superata"^[13].

5. Conclusioni

Premesso quanto sopra rappresentato e considerato, si conclude che, sulla base delle informazioni agli atti, l'acquisto di azioni del sig. [...socio X...] del ... 2022 ha determinato il sorgere di un obbligo di OPA in capo allo stesso [...socio X...] e a [...società B...] ai sensi dell'art. 106 del Tuf.

Dall'acquisto è infatti conseguito il superamento della soglia del 25% del capitale sociale calcolato sia includendo le azioni proprie acquistate dall'Emittente a seguito dell'autorizzazione assembleare del ... 2021 (25,406%) del capitale sociale sia escludendo le azioni proprie dal capitale sociale (25,936%).

Pertanto, come comunicato in data ... 2022, [...socio X...] e [...società B...] (nonché dei soci di quest'ultima, [...società C...] e [...società D...]), per avvalersi dell'esenzione dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni dell'Emittente di cui all'art. 49, comma 1, lettera e), del Regolamento Emittenti, dovranno (a) cedere a soggetti terzi non qualificabili come parti correlate, entro e non oltre 12 mesi, un numero minimo di azioni dell'Emittente necessario e sufficiente a ridurre l'incremento della partecipazione al di sotto della soglia del 25% di cui all'art. 106, comma 1-bis, del Tuf; e (b) non esercitare i diritti di voto afferenti alla porzione della partecipazione complessivamente eccedente detta soglia del 25% fino al perfezionamento della cessione indicata.

Da ultimo, si evidenzia che le considerazioni sopra esposte e relative conclusioni si basano sulla documentazione agli atti e sulle dichiarazioni rese nel Quesito (come modificato e precisato dalle successive note integrative) e che ogni eventuale modifica o integrazione rispetto alle informazioni ad oggi comunicate alla Consob dovrà essere resa nota al fine di poter essere valutata. Pertanto, la conoscenza di circostanze diverse e/o ulteriori rispetto a quelle ivi rappresentate potrà comportare una diversa valutazione dell'operazione da parte della Consob.

Il Presidente f.f.
Giuseppe Maria Berruti

Note

[1] La lettera e), comma 1, dell'art. 49 del Regolamento Emittenti prevede che "L'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 non sussiste se [...] le soglie previste dall'articolo 106, commi 1, 1 bis, 1-ter, e 3, lettera b), del Testo unico, sono superate e il soggetto si impegna a cedere a parti non correlate i titoli, ovvero ridurre i diritti di voto, in eccedenza entro dodici mesi e a non esercitare i medesimi diritti".

[2] Nella Prima Nota di Integrazione sono fornite talune precisazioni *inter alia* in ordine ai Piani di Incentivazione di [...società A...].

[3] Il passo citato è contenuto nella Comunicazione n. 0088117 del 4 ottobre 2016.

[4] In particolare, il comma 1 prevede che “[c]hiunque a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi promuove un’offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso”.

I successivi commi 1-bis e 1-ter prevedono un regime specifico per l’individuazione della soglia dell’obbligo di OPA, distinguendo a seconda che si tratti di società di maggiori dimensioni o di PMI.

Il comma 1-bis stabilisce per le società di maggiori dimensioni (“società diverse dalle PMI”, come nel caso di specie ...società A...) che “l’offerta di cui al comma 1 è promossa anche da chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del venticinque per cento in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata”.

Il comma 1-ter prevede che gli statuti delle PMI “possono prevedere una soglia diversa da quella indicata nel comma 1, comunque non inferiore al venticinque per cento né superiore al quaranta per cento”.

[5] Già nelle Comunicazioni n. DEM/1059750 e n. DEM/1059755 del 2 agosto 2001 la Consob aveva chiarito che il socio che avesse superato la soglia OPA in base allo scomputo delle azioni proprie dal capitale (denominatore) sarebbe stato tenuto a tale obbligo di OPA, perché a seguito del loro acquisto la posizione dell’azionista di riferimento ne sarebbe uscita rafforzata tanto da superare la soglia indicata dall’art. 106 del Tuf.

[6] Come detto in precedenza l’acquisto del sig. [...socio X...] è la conseguenza dell’esercizio da parte di quest’ultimo dei diritti di opzione assegnati in base al “Piano di Incentivazione” dell’Emittente.

[7] Secondo il Documento di Consultazione del 18 febbraio 2011 la scelta compiuta introducendo il comma 2 consente di “non vincolare l’acquisto di azioni proprie, che ha luogo spesso nell’interesse dei soci anche di minoranza, alla posizione del soggetto controllante”. Solo per questo, il superamento della soglia non determina il sorgere dell’obbligo di OPA che invece sarebbe la conseguenza del rafforzamento della posizione del socio di maggioranza, in mancanza dell’autorizzazione assembleare.

[8] Il comma 44-bis al terzo comma prevede che “[n]ei casi previsti dal comma 2, le relazioni sulle materie all’ordine del giorno previste dall’articolo 125-ter del Testo unico contengono informazioni dettagliate circa l’efficacia esimente dall’obbligo di offerta derivante dall’approvazione della delibera secondo le modalità indicate dal presente articolo”.

[9] Cfr. Comunicazione n. 0088117 del 4 ottobre 2016.

[10] Cfr. Comunicazione n. 99061075 del 13 agosto 1999, Comunicazione n. 85385 del 16 novembre 2000, Comunicazione n. 11016918 del 4 marzo 2011, Comunicazione n. 0074531 del 18 settembre 2014 e Comunicazione n. 0088117 del 4 ottobre 2016.

[11] Cfr. Comunicazione n. 85385 del 16 novembre 2000.

[12] Cfr. Comunicazione n. 99061075 del 13 agosto 1999. L’obbligo di offerta sarebbe al contrario ineludibile “qualora i mutamenti determinino una vera e propria novazione o comunque implicino una significativa modificazione delle regole di funzionamento del patto o degli assetti di potere esistenti al suo interno” (cfr. cit. Comunicazione n. 99061075 del 13 agosto 1999).

[13] Cfr. Documento di Consultazione dell’8 novembre 2004 concernente le modifiche da apportare al Regolamento Emittenti a seguito della riforma del diritto societario.