

BOLLETTINO

Comunicazione n. 1187953 del 24 novembre 2020

inviata alla [...Società A...] e allo studio legale ..

OGGETTO: Acquisto da parte di [...Società A...] di azioni di [...Società B...], oggetto di recesso in sede di trasformazione in S.p.A. - Quesiti relativi all'applicabilità della normativa in materia di offerta pubblica di acquisto

Si fa riferimento ai quesiti trasmessi da [...Società A...], per il tramite dello Studio Legale [...Studio Legale...] (lo "Studio Legale"), in particolare, con nota del [...omissis...] del [...omissis...] e del [...omissis...] (collettivamente, i "Quesiti") al fine di chiedere conferma, in primo luogo, che - con riferimento all'eventuale acquisto delle Azioni Oggetto di Recesso nell'ambito del procedimento di cui all'art. 2437-quater c.c., in conseguenza della Trasformazione di [...Società B...] in S.p.A. - *"l'eventuale superamento della soglia del 25% (...) del capitale sociale di [...Società B...], esclusivamente per effetto dell'esercizio del proprio diritto di opzione pro-quota e del mancato esercizio dell'opzione e/o della prelazione da parte degli altri aventi diritto, non determinerebbe alcun obbligo di OPA, in quanto troverebbe applicazione ipso iure l'esenzione per esercizio di "diritti originariamente spettanti" di cui all'art. 106, comma 5, lett. c) del TUF e all'art. 49, comma 1, lett. d) del Regolamento Emittenti"*.

[...Società A...] mediante i predetti Quesiti ha altresì chiesto conferma alla Commissione in ordine all'insussistenza di obblighi di offerta pubblica di acquisto in capo a [...Società A...] in caso di acquisto da parte di [...Società B...] delle Azioni Oggetto di Recesso, che residuassero in conclusione della procedura di cui all'art. 2437-quater c.c., ovvero in caso di acquisto delle medesime Azioni da parte di [...Società A...] in luogo di [...Società B...], nonché l'irrelevanza ai fini dei predetti obblighi di OPA degli eventuali ulteriori acquisti da parte di [...Società A...] qualora effettuati all'interno delle soglie partecipative rilevanti (cioè a dire senza che gli stessi comportino il superamento di una di tali soglie).

Sui profili da ultimo menzionati, la Commissione si pronuncerà allorché le relative fattispecie concrete risultino attuali, tenuto conto che allo stato si è avviata ed è in procinto di concludersi la sola fase dell'esercizio del diritto di opzione dei soci di [...Società B...] sulle Azioni Oggetto di Recesso nell'ambito del procedimento di liquidazione di cui all'art. 2437-quater c.c..

1. Descrizione della fattispecie

1.1. Premessa

L'incremento della partecipazione di [...Società A...] in [...Società B...] in esame si colloca nell'ambito dell'operazione di patrimonializzazione della [...Società B...], approvata dal Consiglio di Amministrazione della [...Società B...] in data [...omissis...]. In particolare, tale Consiglio aveva convocato un'assemblea dei soci per il [...omissis...] al fine di deliberare una delega al CdA per un aumento di capitale in misura pari a [...omissis...] da esercitarsi entro il [...omissis...]. In data [...omissis...], come reso noto al mercato da [...Società B...], [...l'Autorità di vigilanza ...], in considerazione della situazione di solvibilità indebolita del Gruppo [...Società B...], comunicava alla Società la *"necessità di interventi di patrimonializzazione"* attraverso l'utilizzo integrale della delega proposta alla predetta assemblea e con l'esecuzione dell'aumento di capitale da effettuarsi entro l'inizio dell'autunno.

In data [...omissis...], [...Società B...] e [...Società A...] hanno stipulato un accordo quadro ("Accordo") per lo sviluppo di un progetto comune volto, da un lato al rafforzamento economico-patrimoniale e all'adeguamento del governo societario di [...Società B...] e, dall'altro, alla creazione di una *partnership* strategica di carattere industriale e commerciale.

In estrema sintesi, l'Accordo prevede, tra l'altro, la trasformazione di [...Società B...] in società per azioni ("Trasformazione") e un aumento del capitale della Società per complessivi [...omissis...] Euro, di cui [...omissis...] Euro riservati a [...Società A...] ("Aumento di Capitale Riservato"), per un numero di azioni pari a n. [...omissis...], da sottoscrivere al prezzo di Euro [...omissis...] per azione (di cui Euro [...omissis...] da imputare a sovrapprezzo); la residua parte di [...omissis...] Euro sarà offerta in opzione ai soci [...Società B...] ("Aumento di Capitale in Opzione") a un prezzo per azione da determinarsi. Nell'ambito di tale Aumento di Capitale in Opzione è previsto: *"il diritto di [...Società A...], ma non l'obbligo, di sottoscrivere: (x) l'Aumento di Capitale in Opzione per la quota di propria spettanza; e (y) le azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale in Opzione che dovessero risultare non sottoscritte all'esito dell'offerta in opzione e prelazione, nonché dell'offerta in Borsa, nel presupposto essenziale che tali acquisti non determinino alcun obbligo di offerta pubblica di acquisto in capo a [...Società A...]"*.

In data [...omissis...], l'assemblea dei soci di [...Società B...] ha deliberato i suddetti aumenti di capitale e in data [...omissis...], ne ha deliberato la Trasformazione in società per azioni con efficacia dal [...omissis...].

In conseguenza dell'adozione della delibera di Trasformazione è sorto, in capo ai soci assenti o dissenzienti, il diritto di recesso, ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. b), c.c., al prezzo, determinato secondo i criteri ivi stabiliti, di Euro [...omissis...] per azione. Secondo quanto indicato nel comunicato diffuso da [...Società B...] [...omissis...], detto recesso è stato esercitato per n. [...omissis...] azioni ordinarie di [...Società B...],

rappresentanti [...omissis...] % del capitale sociale di [...Società B...], per un complessivo controvalore pari a euro [...omissis...] (calcolato al valore di liquidazione di euro [...omissis...] per ciascuna azione).

In conseguenza del recesso, verrà applicato il "procedimento di liquidazione" delle Azioni Oggetto di Recesso di cui all'art. 2437-*quater* del codice civile ("c.c."). Tale procedimento prevede i seguenti passaggi volti a collocare le azioni oggetto di recesso:

- l'esercizio del diritto di opzione da parte dei soci non recedenti in proporzione al numero delle azioni possedute;
- l'esercizio del diritto di prelazione da parte dei soci che abbiano esercitato il diritto di opzione di cui al precedente alinea, per quanto attiene all'eventuale inoptato;
- l'offerta in vendita sull'MTA, in relazione ad azioni che residuino dall'offerta in opzione/prelazione;
- il riacquisto da parte dell'emittente, utilizzando riserve disponibili o utili distribuibili, in caso di azioni che residuino dai precedenti passaggi.

[...Società A...] ha sottoscritto l'Aumento di Capitale Riservato in data [...omissis...] acquistando così una partecipazione in [...Società B...] pari al 23,67% del capitale sociale corrispondente al 24,46% al netto delle azioni proprie, a norma dell'art. 44-*bis* del Regolamento Consob n. 11971/1999 ("Regolamento Emittenti").

L'offerta in opzione e prelazione delle Azioni Oggetto di Recesso è stata avviata, con Avviso pubblicato il [...omissis...], per il periodo dal [...omissis...] al [...omissis...].

1.2. Superamento della soglia OPA per effetto dell'esercizio da parte di [...Società A...] del diritto di opzione nell'ambito del procedimento di allocazione delle azioni oggetto di recesso ai sensi dell'art. 2437-*quater* c.c..

Nei Quesiti viene rappresentato che "[...Società A...] potrebbe (...) esercitare il diritto di opzione sulle Azioni Recesso (e non già la prelazione ex art. 2437-*quater*, comma 3, c.c.) per la quota di propria spettanza" ed è precisato che "ad oggi, non ha assunto alcuna determinazione in merito all'eventuale esercizio (totale o parziale) del diritto di opzione sulle Azioni Recesso, fermo restando che (...) non sussiste alcun obbligo in merito".

Con riferimento alla partecipazione che [...Società A...] verrebbe a detenere in [...Società B...] a seguito dell'esercizio del diritto di opzione di propria spettanza sulle Azioni Oggetto di Recesso, ai sensi del primo comma dell'art. 2437-*quater* c.c., da calcolarsi a norma dell'art. 44-*bis* del Regolamento Emittenti, tenuto conto delle azioni proprie che [...Società B...] risulti detenere a tale data (anteriore all'acquisto da parte di [...Società B...] delle residue Azioni Oggetto di Recesso a norma del 5° comma dell'art. 2437-*quater* c.c.), [...Società A...] ha precisato che la stessa "potrebbe venire a detenere in [...Società B...] - anteriormente all'acquisto da parte di [...Società B...] delle azioni oggetto di recesso a norma del 5° comma dell'art. 2437-*quater* c.c. - una partecipazione massima pari al 26,93% del capitale sociale dell'emittente, calcolata a norma dell'art. 44-*bis*" del Regolamento Emittenti.

Secondo quanto riportato nei Quesiti l'esercizio del diritto di opzione sulle Azioni Oggetto di Recesso comporterebbe il superamento da parte della stessa della soglia OPA del 25% di cui al comma 1-*bis* dell'art. 106 del Tuf "al momento del settlement dell'eventuale acquisto delle Azioni Recesso oggetto di opzione e prelazione (per effetto del solo esercizio del diritto di opzione ex art. 2437-*quater*, comma 1, c.c. da parte di [...Società A...])".

2. Considerazioni di [...Società A...]

[...Società A...] ha rappresentato alla Commissione che: "siffatto diritto di opzione è un "diritto originariamente spettante" ai sensi della summenzionata normativa, in quanto costituisce un diritto intrinsecamente connesso alla qualità di azionista, *rectius* alle azioni detenute dallo stesso. In particolare, anche muovendo dal dato meramente letterale dell'art. 49, comma 1, lett. d) del Regolamento Emittenti - che contempla genericamente il diritto di opzione senza specificare le fattispecie in cui tale diritto opera - il diritto di opzione spettante in caso di recesso è del tutto parificabile al diritto di opzione riconosciuto nell'ambito degli aumenti di capitale (...) Invero, entrambe le ipotesi presuppongono, da un lato, il mancato esercizio (almeno parziale) da parte di altri soci degli stessi diritti e, dall'altro lato, l'elemento di involontarietà da parte del soggetto che supera la soglia che, come osservato in dottrina, "deve astenersi dall'interagire con altri soci per coordinare, condizionare o comunque determinare l'esercizio (ovvero il mancato esercizio) di diritti aventi contenuto patrimoniale come i diritti di opzione, di sottoscrizione o di conversione spettanti a questi ultimi" (...)."

3. Considerazioni

Con riferimento all'esenzione per 'cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente', si rappresenta che l'art. 49, comma 1, lett. d), del Regolamento Emittenti è stato adottato nel 1999 in sede di prima attuazione dell'art. 106, comma 5, del Tuf, facendo riferimento agli incrementi partecipativi connessi all'esercizio di diritti di opzione nell'ambito di aumenti di capitale.

In particolare, le fattispecie che il legislatore di rango secondario ha inteso esentare sono precisate nelle "Note Tecniche in materia di disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio" del 4 maggio 1998 che hanno accompagnato i lavori regolamentari. Si legge infatti che: "[I]n vigenza della legge n. 149/92, la Consob, con interpretazione costante, ha ritenuto non sussistenti i presupposti della disciplina dell'OPA obbligatoria nel caso in cui un azionista, nell'ambito di un aumento di capitale incrementi la propria percentuale di partecipazione limitandosi a sottoscrivere i propri diritti di opzione, esclusivamente perché altri azionisti rinunciano ad esercitare i medesimi diritti. Tale situazione, infatti, si determina non per volontà dell'azionista di acquisire una partecipazione rilevante ma per effetto di una scelta altrui allo stesso non imputabile. (...) Occorre sottolineare che in tutte le ipotesi sopra formulate, il superamento della soglia debba essere non solamente passivo, ma anche ogaettivamente non imputabile al soggetto potenzialmente

deve essere non soloamente passiva, ma anche oggettivamente non impedita di essere potenzialmente tenuta all'obbligo." [enfasi aggiunta]

Con tale disposizione non si faceva, invece, riferimento ai diritti di opzione connessi ad azioni oggetto di recesso. Nel 1999, infatti, non era previsto il diritto di opzione nell'ambito del procedimento di liquidazione delle azioni oggetto di recesso, procedimento che è stato innovato con il D.Lgs. 6/2003 recante la "Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366". In particolare, come si legge nella Relazione Illustrativa, con la predetta Riforma "il procedimento di liquidazione è stato arricchito di varie ipotesi graduate in successione, prevedendo l'opzione di altri soci, la vendita a terzi".

Quanto sopra rappresentato con riferimento al dato letterale della disposizione regolamentare in esame, si ritiene che l'acquisto di azioni oggetto di recesso spettanti in opzione non possa comunque rientrare nella fattispecie di esenzione per 'cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente', in quanto, a differenza dell'esercizio del diritto di opzione negli aumenti di capitale, comporta necessariamente un incremento della percentuale di partecipazione posseduta da chi si avvale dell'opzione; incremento che non rappresenta l'effetto di una scelta altrui allo stesso non imputabile.

In particolare, l'esercizio del diritto di opzione nell'ambito dell'aumento di capitale - richiamato in sede di redazione delle citate Note Tecniche - ha connotazione diversa rispetto all'esercizio del medesimo diritto di opzione nell'ambito del procedimento di liquidazione delle azioni oggetto di recesso ai sensi dell'art. 2437-*quater* c.c.; infatti il superamento di soglia nel caso concernente gli aumenti di capitale deriva da un'operazione - l'esercizio del diritto di opzione - che sulla base di una valutazione *ex ante* non è di per sé incrementativa, ma volta ad evitare la diluizione della percentuale di partecipazione posseduta, e potrà rivelarsi incrementativa, in concreto, esclusivamente in conseguenza delle scelte degli altri soci circa l'esercizio del diritto di opzione ad essi spettante. Nel caso invece concernente le azioni oggetto di recesso il superamento di soglia deriva dall'esercizio del diritto di opzione, che, in quanto inserito in un'operazione societaria diversa - il collocamento di un pacchetto di azioni dei soci recedenti - è già di per sé incrementativa, anche sulla base di una valutazione *ex ante*, indipendentemente dalle scelte degli altri soci circa l'esercizio del diritto di opzione ad essi spettante.

In tale seconda fattispecie di esercizio del diritto di opzione - riferita alle azioni oggetto di recesso nell'ambito del procedimento di cui all'art. 2437-*quater* c.c. - manca, dunque, il presupposto del superamento di soglia per "cause indipendenti dalla volontà" previsto dalla norma primaria del Tuf.

A ciò si aggiunga, che, nel caso di specie, nell'ambito di un'operazione unitaria si è in presenza di un azionista che ha acquisito una partecipazione prossima alla soglia del 25% del capitale sociale e che tale ingresso è intervenuto quando era già stata deliberata la trasformazione di [...Società B...], presupposto del recesso e dunque dell'avvio del procedimento di liquidazione delle Azioni Oggetto di Recesso a norma dell'art. 2437-*quater* c.c., con il conseguente diritto di opzione in capo agli azionisti.

Nel caso di specie, quindi, la nozione di "diritti originariamente spettanti" richiamata dall'art. 49, comma 1, lett d), del Regolamento Emittenti non è pertinente.

Alla luce di quanto sopra, non potrà dunque essere applicabile l'esenzione *ipso iure* di cui al combinato disposto degli articoli 106, comma 5, lett. c), del Tuf e 49, comma 1, lett. d) né potrà essere disposta mediante provvedimento della Consob l'esenzione ai sensi dell'art. 106 comma 6, del Tuf, per 'riconducibilità' della fattispecie alla predetta norma del Tuf.

* * *

Fermo restando quanto sopra, si fa presente che, alla luce degli orientamenti assunti dalla Consob (si veda in particolare la Comunicazione DEM/11019934 del 16-3-2011), gli ulteriori acquisti ("Ulteriori Acquisti") che venissero effettuati da [...Società A...] prima di un incremento partecipativo eventualmente esentabile per "cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente", potrebbero presentare quel carattere di volontarietà atto ad inibire l'operatività di tale esenzione, ove gli stessi si rivelassero non marginali ai fini del superamento delle soglie rilevanti, tenuto anche conto della già nota tempistica delle operazioni.

IL PRESIDENTE
Paolo Savona

Bollettino elettronico: per saperne di più clicca qui