



## **Comunicazione n. 0080574 del 15-10-2015**

inviata alla società (...) e allo studio legale (...)

**OGGETTO: (...società...) - Quesito in merito all'applicazione della disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria da consolidamento nell'ipotesi di maggiorazione del diritto di voto ai sensi dell'art. 127-quinquies del d.lgs. n. 58/98.**

### **1. Premessa**

Si fa riferimento alla nota trasmessa alla Consob il (...omissis...), con cui codesto Studio Legale (...omissis...) ha sottoposto all'attenzione della Commissione un quesito (il "Quesito") concernente l'applicazione della disciplina dell'offerta pubblica obbligatoria da consolidamento di cui all'art. 106, comma 3, lettera b) del d.lgs. n. 58/1998 ("TUF") in ipotesi di maggiorazione del diritto di voto ai sensi dell'art. 127-quinquies del TUF.

In particolare, lo Studio Legale ha precisato che il Quesito è stato sottoposto al fine di analizzare e verificare, in via preliminare, gli effetti conseguenti all'eventuale introduzione, nello statuto della società quotata (...omissis...), di una norma che preveda, ai sensi dell'art. 127-quinquies, del TUF, che ai soci titolari di azioni ordinarie dell'Emittente sia attribuito il voto maggiorato nella misura di due voti per ciascuna azione ordinaria posseduta in via continuativa per un periodo di almeno ventiquattro mesi, sulla base dell'iscrizione nell'elenco speciale istituito e tenuto dall'Emittente.

### **2. Il Quesito**

**2.1.** (...la società ...omissis...) (il "Socio") è attualmente titolare di una partecipazione pari al (...omissis...) del capitale sociale di (...omissis...). Nel quesito si ipotizza che il Socio:

- (i) richieda l'iscrizione nell'elenco speciale istituito dall'Emittente alla data **t0**;
- (ii) entro i dodici mesi successivi a **t0** compia acquisti di titoli nei limiti del 5% del numero complessivo dei diritti di voto e del capitale rappresentato da titoli (ossia entro la soglia di cui agli articoli 106, comma 3, lett. b, del TUF e 46 del Regolamento Consob n. 11971 ("Regolamento Emittenti");
- (iii) alla data **t1** (**t1** = t0 + 12 mesi) il Socio, per effetto degli acquisti sopra indicati, giunga a detenere una partecipazione superiore al 45% del numero complessivo dei diritti di voto e del capitale rappresentato da titoli;
- (iv) nei dodici mesi successivi alla data **t1** il Socio non effettui ulteriori acquisti di titoli e mantenga la propria partecipazione al di sopra della soglia del 45% del numero complessivo dei diritti di voto e del capitale rappresentato da titoli;
- (v) alla data **t2** (**t2** = t0 + 24 mesi), decorsi ventiquattro mesi dall'iscrizione nell'elenco, il Socio maturi la maggiorazione del diritto di voto in misura superiore alla soglia del 5% del numero complessivo dei diritti di voto di cui all'art. 46 del Regolamento Emittenti.

**2.2.** Codesto Studio Legale ha chiesto che la Commissione si pronunci in merito alle seguenti questioni:

- (a) se sia applicabile l'orientamento della Commissione, in base al quale non sussiste l'obbligo di promuovere l'Opa da consolidamento in capo a un socio che venga a detenere una partecipazione superiore al 50% del capitale sociale per effetto di acquisti di titoli compiuti entro i limiti stabiliti dall'art. 46 del Regolamento Emittenti, anche nel caso in cui il superamento della soglia del controllo di diritto avvenga per effetto della maturazione della maggiorazione dei diritti di voto, sempre nel rispetto dei limiti di cui al citato art. 46;
- (b) se il predetto orientamento possa trovare applicazione alla fattispecie in cui il Socio, titolare al momento dell'iscrizione nell'elenco (t0) di una partecipazione inferiore al 45% del numero complessivo dei diritti di voto e del capitale rappresentato da titoli:
  - superi la soglia del 45% entro i dodici mesi successivi all'iscrizione per effetto di acquisti di titoli entro i limiti di cui all'art. 46 del Regolamento Emittenti (ossia nel periodo compreso tra t0 e t1);
  - non effettui ulteriori acquisti di titoli nei dodici mesi successivi (ossia nel periodo compreso tra t1 e t2) sino alla maturazione del diritto alla maggiorazione del voto;
- (c) se le medesime conclusioni circa l'assenza di un obbligo di Opa da consolidamento al momento della maggiorazione dei diritti di voto (dopo 24 mesi dall'iscrizione nell'elenco) siano applicabili anche nella diversa ipotesi in cui il superamento della soglia del 45%, mediante acquisti di titoli, avvenga anteriormente all'iscrizione nell'elenco speciale (ossia prima della data t0).

Codesto Studio Legale ha concluso, in via generale, in merito all'applicazione del citato orientamento della Commissione all'ipotesi in cui il superamento della soglia del controllo di diritto avvenga a seguito della maggiorazione dei diritti di voto, *“stante l'identità di ratio sottesa alle due fattispecie, ossia l'irrelevanza di ulteriori acquisti di titoli o maggiorazione dei diritti di voto una volta che il Socio abbia ottenuto il controllo di diritto della Società nel rispetto dei limiti di cui agli artt. 106, comma 3, lett. b), TUF, e 46, Regolamento Emittenti”*.

Inoltre, l'orientamento in esame sarebbe applicabile alla fattispecie descritta nel Quesito, in conformità *“sia al dettato sia alla ratio degli artt. 106, comma 3, lett. b), del TUF, e 46, Regolamento Emittenti [...] Dette disposizioni, infatti prescrivono una limitazione quantitativa agli acquisti e alla maggiorazione dei diritti di voto con riferimento ad un arco temporale di dodici mesi, con la conseguenza che, decorso detto termine, il Socio sia legittimato ad effettuare ulteriori acquisti di titoli, ovvero a incrementare ulteriormente i propri diritti di voto per effetto della maggiorazione dei medesimi”*.

### **3. Considerazioni sul Quesito**

**3.1.** L'articolo 20 del d.l. legge 24 giugno 2014, n. 91 (il **“Decreto Competitività”**), convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014, n. 116, ha introdotto nel TUF l'art. 127-*quinquies*; quest'ultimo prevede che gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione dell'azionista in un *“apposito elenco”* che deve essere istituito e tenuto dalla società. Lo statuto può prevedere che il socio al quale spetta il diritto di voto maggiorato possa irrevocabilmente, in tutto o in parte, rinunciare al medesimo.

Il citato art. 20 del Decreto Competitività ha coordinato la disciplina del voto maggiorato con quella relativa all'Opa obbligatoria, modificando, tra l'altro, l'art. 106, comma 3, lett. b), del TUF (Opa da consolidamento); in particolare, ha previsto il sorgere dell'obbligo di Opa in capo a chi incrementi la propria partecipazione di più del 5% del capitale per effetto della maggiorazione dei diritti di voto oltre che di acquisti. La norma regolamentare concernente la disciplina dell'Opa da consolidamento (art. 46 del Regolamento Emittenti) è stata, conseguentemente, modificata e ora prevede che *“L'obbligo di offerta di cui all'articolo 106, comma 3, lettera b), del Testo unico consegue alla maggiorazione, ovvero all'acquisto, anche indiretto ai sensi dell'articolo 45, di più del 5 per cento del numero complessivo dei diritti di voto ovvero del capitale rappresentato da titoli che attribuiscono diritti di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105 del Testo unico nell'arco di dodici mesi”*.

**3.2.** La disciplina dell'Opa da consolidamento è stata originariamente introdotta per evitare che soggetti possessori di una partecipazione al capitale sociale superiore al 30% rafforzassero la propria posizione mediante acquisti di partecipazioni di entità superiore al 5% del capitale (originariamente 3%), arrivando a detenere la maggioranza assoluta del capitale (50+1 azione) in un periodo di tempo non sufficientemente diluito; alla base dell'introduzione di tale fattispecie vi era la necessità di tutelare l'interesse degli azionisti di minoranza, per i quali è ben diverso risultare azionisti di una società controllata di diritto ovvero di fatto, nel primo caso riscontrandosi un azzeramento della contendibilità dell'emittente. La riduzione della contendibilità dell'emittente<sup>1</sup> è, dunque, ammessa a condizione che il consolidamento della partecipazione avvenga in un periodo di tempo tale da non superare il 5% nell'arco di dodici mesi.

La Commissione si è pronunciata con la Comunicazione n. DEM/2042919 del 14 giugno 2002 con la quale ha affermato, in merito all'Opa da consolidamento, quanto segue: *“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. [...] appare indifferente che l'azionista di riferimento, effettuati 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 ormai acquisita, ovvero che detto obiettivo si realizzi [...] attraverso un'unica operazione, giuridicamente inscindibile”*.

Tale orientamento è stato ribadito nella Comunicazione n. DEM/11016918 del 4 marzo 2011.

**3.3.** Le considerazioni formulate da codesto Studio Legale nel Quesito sono condivisibili per le ragioni di seguito rappresentate.

**3.3.1.** La prima questione sottoposta all'attenzione della Commissione - ossia se *“il superamento della soglia del controllo di diritto [...] per effetto della maturazione della maggiorazione dei diritti*

---

<sup>1</sup> Nella Comunicazione Consob n. DIS/99093452 del 22 dicembre 1999 la Consob rilevava che in sede di redazione del Regolamento Emittenti era stata individuata una soglia che (3%) consentiva di *“contemperare l'esigenza di diluire sufficientemente nel tempo l'incremento del soggetto che si muovesse verso il controllo di diritto con quella di concedere una certa mobilità a quegli azionisti che si trovassero, al momento dell'entrata in vigore del medesimo regolamento, nella posizione rilevante per l'applicazione della norma”*.

*di voto [...] (e non per effetto di acquisti di titoli)” consenta l’incremento ulteriore della partecipazione senza che si realizzino i presupposti dell’obbligo di Opa da consolidamento - deve essere risolta, ai fini del presente quesito, positivamente. Ai sensi dell’art. 106, comma 3, lettera b), del TUF, come novellato dal Decreto Competitività, l’obbligo di promuovere l’Opa da consolidamento consegue ad “acquisti superiori al 5% o alla maggiorazione dei diritti di voto in misura superiore al cinque per cento dei medesimi, da parte di coloro che già detengono la partecipazione indicata nei commi 1 e 1-ter senza detenere la maggioranza dei diritti di voto nell’assemblea ordinaria”.*

La norma, dunque, per un verso, ai fini del sorgere dell’obbligo in esame, equipara acquisti di azioni e maggiorazione dei diritti di voto, e per altro verso, esclude dal proprio ambito di applicazione chi disponga della maggioranza dei diritti di voto nell’assemblea ordinaria, posto che in presenza di un socio che detiene il controllo di diritto della società vengono meno le esigenze di tutela dei soci di minoranza poste alla base della disciplina dell’Opa obbligatoria, senza che venga in rilievo la modalità di conseguimento del controllo di diritto (se per mezzo di acquisti o di maggiorazione del voto). L’inclusione della maggiorazione del diritto di voto tra i presupposti dell’obbligo di Opa da consolidamento permette di evitare che attraverso il meccanismo in esame un azionista rafforzi la partecipazione nella società quotata (anche modificando la contendibilità della stessa e le aspettative di investimento degli altri azionisti) senza essere tenuto a promuovere un’offerta pubblica di acquisto.

L’inserimento delle locuzioni “*ovvero di maggiorazione dei diritti di voto*” (art. 106, comma 1, del TUF) e “*o la maggiorazione dei diritti di voto*” (art. 106, comma 3, lett. b), del TUF) dimostra che il legislatore ha ritenuto perfettamente equiparabili i due presupposti dell’obbligo di Opa (anche da consolidamento), acquisto di titoli e maggiorazione dei diritti di voto.

Fermo restando, pertanto, che alla questione sopra specificata può essere data risposta positiva si sottolinea, tuttavia, che - qualora la disponibilità della maggioranza dei diritti di voto in assemblea, per qualsiasi ragione, dovesse venire meno in capo al soggetto che l’aveva conseguita – ulteriori successivi incrementi, da parte di quest’ultimo, della partecipazione o dei diritti di voto detenuti potranno eventualmente comportare, nei suoi confronti, l’applicazione della disciplina dell’Opa da consolidamento di cui all’art. 106 comma 3, lett. b), del TUF.

**3.3.2.** La seconda questione prospettata dallo Studio Legale - ossia se alla fattispecie ipotizzata nel Quesito sia applicabile il citato orientamento della Consob in tema di Opa da consolidamento – si ritiene possa, parimenti, essere risolta positivamente.

Secondo quanto rappresentato nel Quesito, il Socio dovrebbe giungere a detenere, per mezzo di acquisti effettuati nei limiti indicati dall’art. 46 del Regolamento Emittenti, una partecipazione superiore al 45% del capitale di (...società...) nei dodici mesi successivi all’iscrizione nell’elenco speciale; nei dodici mesi successivi, permanendo peraltro sempre al di sopra del 45% del capitale dell’Emittente, non effettuerà alcun acquisto ulteriore di titoli dell’Emittente e, successivamente, a seguito della maggiorazione dei diritti di voto incrementerà la propria partecipazione al capitale dell’Emittente - definitivamente oltrepassando la soglia del controllo di diritto - in misura ben superiore al 5%.

Alla fattispecie così descritta si ritiene possano applicarsi gli orientamenti già espressi dalla Consob con la citata Comunicazione n. DEM/2042919 del 14 giugno 2002, sulla base delle considerazioni di seguito esposte.

Come già rilevato, il legislatore ha ritenuto perfettamente equiparabili i due presupposti dell'obbligo di Opa (anche da consolidamento), ovvero l'acquisto di titoli e la maggiorazione dei diritti di voto. Ciò anche considerando le peculiari modalità di funzionamento del meccanismo del voto maggiorato, in quanto ciò che rileva ai fini dell'equiparazione è che l'azionista possa effettivamente esercitare i diritti di voto in merito alle deliberazioni riguardanti nomina e revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza.

Al riguardo, appare necessario precisare che, al fine di verificare il superamento della soglia rilevante ai fini dell'Opa da consolidamento (incremento di più del 5% nell'arco di dodici mesi), la mera iscrizione nell'elenco speciale non dovrà essere computata unitamente agli acquisti di titoli (siano essi effettuati precedentemente o successivamente all'iscrizione medesima).

La maggiorazione del diritto di voto, infatti, è una fattispecie a formazione progressiva, che esplica i propri effetti soltanto al termine del periodo di detenzione richiesto dallo statuto per l'attribuzione ai soci iscritti nell'elenco tenuto dall'emittente - che ne facciano richiesta - della maggiorazione del diritto di voto. All'iscrizione nel predetto elenco conseguono, nell'immediato, gli obblighi di trasparenza di cui all'art. 143-*quater*, comma 1, del Regolamento Emittenti; soltanto al termine del periodo di detenzione - nel caso in cui si verifichino tutte le condizioni previste dalla legge e dallo statuto (ad esempio il mancato esercizio della facoltà di rinuncia, totale o parziale, da parte dell'azionista) - la maggiorazione del diritto di voto acquisterà rilevanza ai fini della disciplina dell'Opa obbligatoria, in quanto in quel momento l'azionista verrà a detenere un maggior numero di diritti di voto che potranno determinare il superamento delle soglie rilevanti.

Nella fattispecie ipotizzata nel Quesito, a seguito della maggiorazione del diritto di voto, il Socio passerà direttamente dal detenere una partecipazione superiore al 45% (ma inferiore al 50% più un'azione) a detenere ben più del 50% del capitale dell'Emittente. Tale circostanza si considera in linea con il citato orientamento della Commissione per cui è indifferente che il socio interessato, per il superamento del 50% del capitale, effettui due acquisti separati (il primo volto all'esatto raggiungimento della maggioranza dei diritti di voto in assemblea ordinaria, e il secondo liberamente) ovvero che tale superamento si verifichi attraverso un'unica operazione.

Occorre, inoltre, rilevare che gli effetti della maggiorazione del diritto di voto potrebbero essere distribuiti nel tempo in base alle relative regole previste dallo statuto. Al riguardo il Documento di Consultazione recante le *“Proposte di modifica al regolamento emittenti in materia di voto plurimo”* pubblicato dalla Consob il 5 novembre 2014 rilevava: *“Nell'esercizio dell'autonomia riconosciuta dalla legge, le società potranno prevedere regole più dettagliate per quanto riguarda, tra le altre, la periodicità con la quale i soci possono chiedere l'iscrizione nell'elenco, ovvero la maggiorazione del diritto di voto (on going oppure in determinate finestre temporali), il termine entro il quale la richiesta di maggiorazione può essere avanzata, la decorrenza degli effetti, nonché il contenuto del diritto e la possibilità di rinuncia, l'eventuale previsione di un intermediario presso cui depositare le azioni”*. Ciò comporta che, in tali casi, il socio può valutare, discrezionalmente, come “modulare” la maggiorazione dei propri diritti di voto.

Pertanto, in caso di maggiorazione del diritto di voto, a condizione che il Socio non abbia effettuato acquisti nei dodici mesi precedenti alla maggiorazione oltre i limiti previsti dall'art. 46 del Regolamento Emittenti, è indifferente che lo stesso superi la quota del 50% per il tramite: (i) di una prima maggiorazione che lo porti a raggiungere il controllo di diritto dell'Emittente e una successiva maggiorazione libera da qualsiasi vincolo in forza della posizione di controllo acquisita ovvero (ii) della maggiorazione dell'intera partecipazione iscritta nell'elenco speciale.

**3.3.3.** Lo Studio Legale ha, infine, chiesto di confermare che non sussista obbligo di Opa da consolidamento in capo al Socio al momento della maggiorazione dei diritti di voto (ovvero dopo 24 mesi dall'iscrizione nell'elenco speciale) anche nella diversa ipotesi in cui il superamento della soglia del 45% del capitale dell'Emittente da parte dello stesso, mediante acquisti di titoli, avvenga anteriormente all'iscrizione nell'elenco speciale. Le conclusioni formulate con riferimento alla seconda questione formulata nel Quesito si ritiene che possano essere applicate anche con riferimento a tale ulteriore ipotesi, a condizione che gli acquisti che determinano il superamento della soglia del 45% avvengano nei limiti richiesti dall'art. 46 del Regolamento Emittenti.

#### **4. Conclusioni**

Tutto ciò posto, si rileva che, in assenza di indici normativi contrari, i presupposti dell'obbligo di Opa (acquisti e maggiorazione del diritto di voto) risultano del tutto equiparabili e, pertanto, gli orientamenti della Commissione espressi in merito all'Opa da consolidamento derivante da acquisti devono ritenersi applicabili - nei termini sopra specificati - anche al consolidamento della partecipazione derivante da maggiorazione dei diritti di voto. Tale conclusione si applica ad entrambe le ipotesi formulate da codesto Studio Legale (superamento della soglia del 45% del capitale nei dodici mesi successivi all'iscrizione nell'elenco o nel periodo antecedente alla stessa iscrizione), anche in ragione della circostanza che la mera iscrizione nell'elenco speciale da parte dell'azionista è irrilevante ai fini della disciplina dell'Opa obbligatoria. Resta fermo che il superamento della soglia del 45% dovrà avvenire, in entrambi i casi, a seguito di acquisti compiuti nei limiti dettati dall'art. 46 del Regolamento Emittenti.

**IL PRESIDENTE**  
*Giuseppe Vegas*