

Comunicazione Consob n. DCG/0082626 del 18 ottobre 2013

invita al fondo... e, p.c. allo studio legale ...

OGGETTO: [...fondo...]- Richiesta di parere avente ad oggetto le modalità di riparto nelle Opa parziali su quote di fondi immobiliari chiusi quotati alla luce del principio di parità di trattamento ex art. 103 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (« Tuf »)

Si fa riferimento alla nota del ... con cui codesto Studio Legale (anche « il Richiedente ») ha presentato, per conto e nell'interesse di [...fondo...], una richiesta di parere (« Richiesta »), chiedendo alla Consob di confermare se il criterio di riparto proporzionale (ovvero in subordine, i diversi criteri illustrati nella nota) « rispetta il principio di parità di trattamento, come previsto dall'art. 103, primo comma, del Tuf e dell'art. 42 del Regolamento Emittenti, ove applicati nell'ambito dell'Operazione [descritta nella Richiesta] ».

1. Descrizione dell'operazione

[...fondo...] "sta valutando un'eventuale operazione consistente in un'offerta pubblica di acquisto volontaria parziale ex art. 102 e ss. del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ... avente ad oggetto un certo numero di quote (le « Quote X») di un fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso (il « Fondo X »), quotato sul segmento Fondi Chiusi del « Mercato telematico degli Investment Vehicles » organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (l' »Operazione »).... La natura dell'Operazione impone di prendere in considerazione un eventuale riparto che si renderebbe necessario nel caso in cui i destinatari dell'offerta aderissero apportando un numero di strumenti finanziari maggiore delle Quote X, e l'individuazione di criteri di riparto che siano conformi al vigente quadro normativo".

2. Peculiarità dell'Operazione e quadro normativo di riferimento

L'operazione presenta alcune peculiarità che possono essere così sintetizzate:

- a) trattandosi di un'offerta pubblica di acquisto parziale ("Opa parziale") esiste la possibilità che i destinatari dell'offerta che decidono di aderire, apportino un numero di strumenti finanziari (quote) maggiore del quantitativo massimo che l'offerente è disposto ad acquistare;
- b) a fronte di questo disallineamento, è necessario individuare un criterio che consenta di soddisfare tutti gli aderenti all'offerta, in ossequio al principio di parità di trattamento;
- c) il criterio di riparto proporzionale, usato in alcuni precedenti di Opa parziale (quale precipitato dello stesso principio di parità di trattamento), assieme al meccanismo di frazionamento degli strumenti finanziari portati in adesione, deve tenere conto delle caratteristiche, in termini di valore, delle quote dei fondi comuni di investimento immobiliari chiusi;

d) in particolare, l'applicazione di tale criterio potrebbe comportare per l'offerente l'impossibilità di soddisfare quegli aderenti che, a valle dell'applicazione del criterio di riparto proporzionale, si vedessero riconosciuta una porzione di quota inferiore all'unità;

e) tale situazione rende necessario individuare criteri alternativi (a titolo esemplificativo: il sorteggio) o correttivi.

Il quadro normativo di riferimento è rappresentato dai seguenti articoli:

- 3, par. 1 (a) della Direttiva 2004/25/CE (cd. Direttiva Opa) per il quale: *“tutti i possessori di titoli di una società emittente della stessa categoria devono beneficiare di un trattamento equivalente”*;
- 103 del Tuf, a mente del quale *“[l]’offerta è rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto”*; e,
- 42 del Regolamento Emittenti (“RE”), secondo cui *“[i] soggetti interessati si attengono a principi di correttezza e di parità di trattamento dei destinatari dell’offerta che si trovano in identiche condizioni ...”*.

* * *

In merito al punto *sub a)*, lo Studio Legale sostiene che in una *“offerta pubblica di acquisto volontaria parziale l’offerente ha il diritto di limitare la propria proposta di acquisto ad un numero determinato di strumenti finanziari e il conseguente diritto di determinare l’importo del proprio investimento (i.e. il corrispettivo che offre di pagare al mercato per quegli strumenti finanziari). [Tale offerta] ha necessariamente in sé l’ipotesi che il mercato aderisca all’offerta con un numero di strumenti finanziari superiori a quello richiesto. In tal caso l’offerente ha il diritto di mantenere l’ammontare della propria offerta e perciò non dovrà acquistare da tutti gli aderenti l’intero quantitativo che ciascuno di essi intende vendere”*.

Questa premessa porta all’ovvia necessità di individuare, coerentemente con il principio di parità di trattamento espresso agli artt. 103 del Tuf e 42 del RE, un criterio di riparto con il quale determinare la quantità di strumenti finanziari acquistabile da ciascun aderente all’offerta (punto *sub b)*).

Il principio di parità di trattamento contiene in sé due precetti distinti: *i)* vieta di promuovere offerte nelle quali alcuni oblati possano beneficiare di condizioni più vantaggiose rispetto ad altri; *ii)* obbliga l’offerente a rivolgere l’offerta a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto, senza operare esclusioni selettive.

In particolare, la previsione di condizioni più vantaggiose per taluni degli oblati o la presenza nell’offerta di elementi che potrebbero escludere alcuni di essi, comporterebbe una violazione dei *“principi di correttezza e di parità di trattamento dei destinatari dell’offerta che si trovano in identiche condizioni”* (cfr. art. 42 del RE), intendendo riferirsi, con quest’ultima locuzione, alla posizione in cui si trovano tutti i possessori di una

stessa categoria di titoli, senza che rilevino situazioni meramente soggettive (quali lo *status* dell'aderente, la consistenza del suo investimento, ecc.), anche considerando la variabilità di tali situazioni prima e durante il periodo d'offerta e, quindi, il carattere arbitrario di una loro determinazione a priori.

La necessità di evitare trattamenti “preferenziali” per taluni degli oblati richiede l'individuazione di un criterio di riparto efficiente nell'ipotesi in cui gli strumenti portati in adesione superino il quantitativo massimo richiesto dall'offerente.

In tale circostanza, si è ritenuto comunemente applicabile il criterio di riparto proporzionale (recentemente utilizzato nell'OPS parziale Mittel e nell'OPA Saras), anche se tale criterio non è espressamente positivizzato nelle disposizioni di legge e/o regolamentari (diversamente da quanto accadeva nella previgente disciplina¹). Di contro, è riscontrabile nella normativa vigente (v. l'Allegato 2A, Schemi di Offerta nn. 1 e 2, lettera L, del RE), un mero richiamo alla/e “IPOTESI DI RIPARTO”, senza alcuna connotazione in termini di calcolo *pro-rata* degli acquisti a cui procedere a valle dell'offerta.

In relazione agli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, il Richiedente sottolinea (punto *sub b*) che “[q]uale conseguenza dell'applicazione del criterio proporzionale [di riparto], l'offerente sarebbe tenuto ad acquistare unità e frazioni degli strumenti finanziari oggetto di offerta. Tuttavia, nel caso specifico di quote di fondi comuni di investimento, risulta che i sistemi elettronici delle società di gestione accentrata non consentano il frazionamento delle quote. Pertanto, il criterio di riparto dovrebbe prevedere un arrotondamento, all'unità in eccesso ovvero all'unità in difetto, del risultato matematico dell'applicazione del coefficiente di riparto al quantitativo di titoli offerto in adesione”. Nel contesto di un'Opa parziale è, tuttavia, auspicabile effettuare soltanto un arrotondamento per difetto al numero intero di strumenti finanziari più vicino, al fine di salvaguardare il quantitativo massimo di strumenti che l'offerente si propone di acquistare e l'esborso massimo previsto.

Nella fattispecie in esame, il frazionamento delle quote oggetto dell'Operazione, derivante dall'applicazione del coefficiente di riparto, unito all'arrotondamento per difetto, potrebbe rendere impossibile procedere a determinati acquisti. Tale conseguenza deriverebbe dalle caratteristiche proprie dello strumento finanziario oggetto dell'offerta, ovvero dalla sua maggiore consistenza in termini di controvalore rispetto alle singole azioni. Il valore di una singola quota di un fondo comune di investimento chiuso immobiliare, tra quelle attualmente quotate sul « Mercato telematico degli *Investment Vehicles* » di Borsa Italiana S.p.A, oscilla, infatti, tra le poche centinaia di euro a diverse migliaia di euro.

3. I criteri di riparto proposti

¹ La legge n. 149 del 1992 stabiliva all'art. 20, comma 4 che “Allorquando le accettazioni ricevute a seguito di un'offerta pubblica d'acquisto o di scambio si riferiscono ad un numero o ad una percentuale di titoli superiori a quelli indicati nel documento d'offerta e allorquando l'offerente non è disposto ad acquistare tutti i titoli per i quali è stata accettata l'offerta, egli è tenuto ad acquistare da ciascun destinatario che ha accettato l'offerta la stessa proporzione di titoli”.

In base alle considerazioni svolte nella Richiesta, lo Studio Legale ha chiesto alla Consob di valutare l'applicazione di due criteri di riparto, il secondo dei quali è a sua volta declinato in due modi (per comodità espositiva essi sono esaminati singolarmente).

Il primo criterio prevede l'applicazione del riparto secondo il metodo del "pro-rata". Secondo il Richiedente *"[l]a percentuale di riparto andrebbe calcolata in base al rapporto tra il numero massimo delle Quote X (i.e. il numero massimo delle quote oggetto dell'offerta) ed il numero delle quote portate in adesione (il Coefficiente di Riparto). Sulla base di suddetto riparto, l'Offerente ritirerebbe indistintamente da ciascun aderente un numero di quote dato dal prodotto tra il numero di quote da costoro portato in adesione e il Coefficiente di Riparto calcolato, arrotondando per difetto al numero intero di quote più vicino. Le eventuali frazioni eccedenti a seguito dell'arrotondamento sarebbero aggregate figurativamente e il numero di quote risultante verrebbe allocato su base casuale agli aderenti all'offerta mediante un meccanismo di sorteggio che assicuri la casualità dell'estrazione"*.

Il criterio proposto è stato applicato nel caso Saras dove oggetto dell'offerta erano titoli (azioni) di modesto valore; tale circostanza ha permesso di soddisfare proporzionalmente tutte le adesioni all'offerta.

Nel caso in questione, invece, visto il valore sensibilmente superiore della quota, il criterio proporzionale potrebbe comportare – a seconda del numero complessivo di adesioni e delle quote da ciascuno apportate – l'esclusione dall'offerta di determinate categorie di soggetti (i.e. i mono-quotisti). Peraltro, anche il successivo sorteggio delle quote risultanti dall'aggregazione delle frazioni (da effettuarsi tra tutti gli aderenti all'offerta), potrebbe non soddisfare le adesioni dei predetti soggetti; né sarebbe praticabile un sorteggio che interessi la sola categoria dei mono-quotisti o, comunque, di quanti sono stati esclusi per via dell'applicazione del criterio *pro-rata*.

Il secondo criterio di riparto proposto dal Richiedente prevede in sequenza: a) l'acquisto di una quota da ciascun aderente; b) l'applicazione del criterio di riparto pro-rata nel caso in cui residuino delle quote portate in adesione ulteriori; c) l'allocatione tramite sorteggio delle residue quote derivanti dall'aggregazione figurativa delle frazioni.

Anche questo meccanismo non convince del tutto sotto il profilo della sua conformità al principio di parità di trattamento degli oblati. Applicando la predetta sequenza, sarebbero trattati più che proporzionalmente i possessori di una singola quota, determinando così una surrettizia ripartizione "soggettiva" degli oblati e una conseguente violazione del principio in esame.

Tuttavia, il criterio in questione può essere parzialmente oggetto di considerazione nella misura in cui garantisce a tutti la stessa possibilità di disinvestimento

Il terzo criterio (in realtà una declinazione del secondo) prevede che, laddove non sia possibile effettuare il ritiro di una quota da ciascun aderente, l'offerente attivi da subito *"il meccanismo oggettivo e imparziale del sorteggio"*.

Tale criterio che ha il vantaggio di non determinare a priori categorie di soggetti potenzialmente più favorite di altre, potrebbe tuttavia limitare sensibilmente il numero degli aderenti soddisfatti, laddove, fin dalle prime estrazioni, siano casualmente premiati coloro che hanno apportato un numero di quote complessivamente superiore al quantitativo massimo che l'offerente è disposto a comprare.

4. Considerazioni

Il principio di parità di trattamento, caratteristico del diritto dei mercati mobiliari, è un principio di uguaglianza che impone di riservare il medesimo trattamento a soggetti che si trovino in identiche condizioni. Esso deve considerarsi di portata generale benché l'esplicito riferimento alle "identiche condizioni" sia presente solo nell'art. 92 del Tuf (rubricato appunto "Parità di trattamento").

Tale principio ricorre in più disposizioni del Tuf:

- artt. 95 e 98-*quater*, con riferimento alle norme in materia di appello al pubblico risparmio, dove si delega la Consob a stabilire *"le modalità di svolgimento dell'offerta anche al fine di assicurare la parità di trattamento tra i destinatari"*;
- art. 103, in tema di offerte pubbliche di acquisto e scambio, secondo cui *"l'offerta è rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto"*;
- art. 132, relativo all'acquisto azioni proprie e della società controllante, ai sensi del quale tali acquisti *"devono essere effettuati in modo da assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti, secondo le modalità stabilite dalla Consob con proprio regolamento"*;
- art. 172, comma 2, in tema di irregolare acquisto di azioni proprie, laddove prevede la non applicazione della sanzione per violazione del divieto di cui all'art. 132 del Tuf *"se l'acquisto è operato sul mercato regolamentato secondo modalità diverse da quelle stabilite dalla Consob con regolamento, ma comunque idonee ad assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti"*.

Con particolare riferimento alle Opas e alle operazioni di *buy back*, vista la categoria "determinata" cui si rivolge l'operazione (titolari di strumenti finanziari e soci), il principio in esame deve intendersi come l'indistinta attribuzione (a costoro) del diritto di cedere una parte proporzionale dei titoli posseduti.

Tale possibilità, anche laddove venga assicurata attraverso meccanismi opportunamente individuati dalla Consob in sede regolamentare, deve tuttavia essere accertata in concreto, come emerge dalla lettera dell'art. 172 del Tuf sopra riportato, oltre che da alcuni precedenti – sempre in tema di *buy back* – in cui la Consob ha sostanzialmente chiarito che l'operazione prospettata dall'emittente, pur coerente con la disciplina regolamentare, andava verificata sotto il profilo della parità di trattamento in concreto garantita ai soci⁽²⁾.

² Cfr. Comunicazione DCG/DIE n. 0061309 del 18.07.2013.

Il tema è ancora più delicato nel caso delle Opa parziali aventi ad oggetto uno strumento finanziario quotato svalutatosi sensibilmente nel tempo. In questo caso, la coazione a vendere derivante dall'esigenza di liquidare più favorevolmente un investimento in perdita, rende più cogente l'esigenza che a tutti gli aderenti all'offerta sia garantito lo stesso diritto di disinvestire (ovvero di cedere i propri titoli) a parità di condizioni.

Pertanto, è indispensabile che il principio di parità di trattamento vada perseguito e implementato in concreto, al di là dell'apparente bontà del criterio che si è scelto in astratto di utilizzare per procedere al riparto.

Nel caso in esame, l'applicazione di un criterio di riparto pro-rata sembrerebbe non garantire appieno tale principio, dovendosi considerare le peculiarità legate alla quota del fondo oggetto dell'offerta e il fatto che si tratti di un'offerta parziale.

In particolare, l'impossibilità di avere una rappresentazione puntuale del numero di quote apportate da ciascun aderente, potrebbe condurre a individuare all'interno del documento d'offerta un criterio di riparto potenzialmente pregiudizievole per intere categorie di soggetti.

* * *

Tanto premesso, al fine di assicurare un'effettiva applicazione del principio di parità di trattamento si ritiene opportuno che il criterio di riparto sia scelto dall'offerente solo a chiusura dell'offerta, avendo questi a disposizione, soltanto in quel momento, una chiara rappresentazione dei titoli complessivamente portati in adesione, del numero degli aderenti e delle quote da ciascuno apportate.

Si rammenta, infatti, che il criterio di riparto *pro-rata* potrebbe funzionare adeguatamente laddove il numero di quote apportate da ciascun aderente sia sufficiente a permettere l'acquisto di almeno una quota da ogni aderente all'offerta, garantendo così il principio di parità di trattamento, declinato in termini di pari opportunità di uscita dall'investimento.

Nel caso in cui ciò non fosse possibile, sarebbe opportuno applicare un criterio di calcolo equitativo (simile al secondo criterio rappresentato dal Richiedente) che garantisca a tutti gli aderenti la possibilità che l'offerente acquisti almeno una quota di quelle da ciascuno apportate, salvaguardando così quanti sarebbero eventualmente penalizzati dall'applicazione di un criterio di riparto strettamente proporzionale.

A tale proposito, si deve ritenere che, nella ponderazione degli interessi coinvolti, ovvero *i)* l'allocazione strettamente proporzionale degli acquisti con gli inevitabili inconvenienti più volte illustrati e *ii)* l'esigenza di garantire a tutti l'*exit* da una forma di investimento particolare come quella in questione, sia opportuno privilegiare quest'ultima.

In particolare, l'inconveniente derivante da una distribuzione equitativa degli acquisti (in tal caso, infatti, alcuni quotisti sarebbero premiati più che proporzionalmente o meno che proporzionalmente di altri), dovrebbe essere pretermesso laddove un meccanismo di riparto risulti funzionale al perseguimento di altri

principi e finalità ugualmente tutelate e perseguite nella disciplina dei mercati mobiliari e dall'azione della Consob, quali la tutela degli investitori, l'efficienza e la trasparenza del mercato dei capitali (art. 91 del Tuf).

Tali valori potrebbero essere compromessi nell'ipotesi in cui particolari criteri di riparto possano precludere o rendere oltremodo difficoltosa la possibilità di uscita da una peculiare forma di investimento, significativamente in perdita.

Va, infine, evidenziato che nell'ipotesi in cui non sia possibile l'applicazione del criterio di riparto equitativo per il considerevole numero di mono-quotisti aderenti (ovvero nel caso in cui essi siano complessivamente più numerosi delle quote che l'offerente è disposto ad acquistare) è inevitabile ricorrere al meccanismo del sorteggio, con l'applicazione di un correttivo che (analogamente a quanto accade nelle operazioni di IPO – Initial Public Offering) consenta di soddisfare il maggior numero possibile di adesioni. Si potrebbe, quindi, prevedere che al quotista sorteggiato venga acquistato solo un lotto minimo di quote, ad esempio 1 quota, con conseguente sua esclusione o partecipazione all'eventuale estrazione successiva, a seconda che si tratti o meno di un mono-quotista.

Si ricorda, infine, che la normativa vigente (a differenza di quanto previsto nella precedente normativa sulle Opa – L. n. 149/92) non contiene alcuna preferenza tra i vari criteri di riparto, ma prevede che l'offerente debba solo indicare nel documento d'offerta quali siano la/le "ipotesi di riparto". In tal modo, il legislatore sembra salvaguardare un'applicazione sostanzialistica della parità di trattamento, senza che un criterio di riparto debba, sempre e comunque, prevalere su un altro, indipendentemente dal contesto fattuale nel quale viene utilizzato.

* * *

Sulla base delle considerazioni svolte si ritiene, quindi, che alcuni criteri di riparto formulati dal Richiedente nella nota possano essere utilizzati coerentemente con il principio di parità di trattamento nell'ambito di un'Opa parziale su quote di fondi immobiliari chiusi quotati, sia pure a determinate condizioni e secondo un preciso ordine di priorità.

In particolare, il Richiedente dovrà:

- descrivere nel documento d'offerta più criteri (riparto *pro-rata*, riparto *pro-rata* con correttivi che possano evitare l'esclusione di taluni aderenti in fase di acquisto, sorteggio con correttivo), rinviandone la scelta al momento di chiusura dell'offerta;
- relativamente ai criteri formulati nel documento d'offerta esplicitare quanto segue:
 - applicazione preferenziale del criterio di riparto *pro-rata* (secondo il precedente Saras) nell'ipotesi in cui i risultati a valle dell'adesione garantiscano a tutti gli aderenti la possibilità di uscire dall'investimento (ossia qualora tra gli aderenti non ci siano mono-quotisti o comunque detentori di un numero di quote tale da non rendere possibile l'acquisto di almeno una quota da ciascun aderente);

- in caso contrario, indicazione del criterio di riparto equitativo tra quelli praticabili (con l'acquisto di almeno una quota da ciascun aderente);
- ricorso, in via residuale, al meccanismo del sorteggio con applicazione del correttivo sopra illustrato, nel caso in cui non sia possibile garantire l'acquisto di almeno una quota da ciascun aderente;
- dichiarare, con adeguata motivazione nell'Avviso sui risultati dell'offerta pubblicato ex art. 41, comma 6 del RE e alla luce delle adesioni complessivamente raggiunte e delle quote da ciascun aderente apportate, quale sarà il criterio che l'offerente adotterà – tra quelli indicati nel documento d'offerta – per procedere agli acquisti.

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas