

Obbligo di acquisto ex art. 108 TUF: aggiornati i criteri per l'elevazione del flottante

A seguito di una fase di pubblica consultazione, Consob ha emanato la comunicazione n. DEM/11065125 del 21 luglio 2011 (la "**Comunicazione**"), in sostituzione di una precedente comunicazione del 2002, con cui ha aggiornato i criteri generali per l'esercizio dei poteri ad essa attribuiti dal D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (il "**TUF**" o "**Testo Unico**") in materia di modifica della percentuale di flottante rilevante per l'obbligo di acquisto previsto dall'articolo 108, comma 2, del medesimo Testo Unico per chi venga a detenere una partecipazione superiore al 90% del capitale votante di una società quotata italiana.

La comunicazione del 2002

La previsione del comma 2 dell'articolo 108 del TUF è stata introdotta in sostituzione del precedente istituto dell'OPA residuale, disciplinato dalla normativa antecedente al recepimento della Direttiva 2004/25/CE, la c.d. Direttiva OPA. Si tratta come noto di disposizioni che fanno parte di quel gruppo di norme finalizzate essenzialmente ad assicurare che le società quotate mantengano un livello di flottante adeguato per un regolare andamento delle negoziazioni e che impongono ai soggetti controllanti, in difetto di tale flottante minimo, l'onere di rilevare le minoranze e di delistare la società.

Anche nel vigore della precedente normativa, peraltro, il TUF attribuiva a Consob il potere, sentita la società di gestione del mercato, di elevare per singole società la percentuale prevista dall'articolo 108. Ciò al fine di tutelare gli interessi degli investitori intenzionati a mantenere il possesso delle azioni e a continuare a beneficiare dei vantaggi derivanti dalla quotazione nelle ipotesi in cui, nonostante il superamento della quota del 90%, il flottante presente sul mercato fosse ancora idoneo ad assicurare un regolare andamento delle negoziazioni.

Consob aveva pertanto emanato una comunicazione contenente alcuni criteri generali per l'esercizio di tali poteri, con il duplice intento di ridurre quanto più possibile la propria discrezionalità e di garantire una trasparenza preventiva nei confronti del mercato.

In particolare, l'autorità aveva evidenziato come le proposte di innalzamento della citata partecipazione trovassero fondamento soltanto in casi eccezionali rappresentati da società di rilevante capitalizzazione di mercato, ritenendo che un livello di capitalizzazione del flottante residuo indicativamente di circa 330 milioni di Euro, ancorché corrispondente ad una percentuale inferiore al 10% del capitale ordinario, fosse sufficiente a far presumere un regolare andamento di mercato.

In considerazione dell'interesse del mercato all'esistenza di flottanti con controvalore quanto più possibile elevato, tale principio era stato tuttavia modulato in modo da prevedere ammontari crescenti di partecipazione al crescere della capitalizzazione delle società. Consob aveva pertanto predisposto una tabella con 14 scaglioni di capitalizzazione crescente, ai quali

In evidenza

Nuova soglia massima di partecipazione del 94%

4 soglie di capitalizzazione crescente con flottante decrescente

Confermate la procedura per la determinazione e la manutenzione delle soglie

Validità temporale del provvedimento di innalzamento

Per maggiori dettagli sugli argomenti trattati in questa pubblicazione, potete contattare i seguenti referenti:

Avv. Claudio Cerabolini,
Partner – Corporate M&A

Avv. Alberta Figari,
Partner – Corporate M&A

Avv. Umberto Penco Salvi,
Partner – Corporate M&A

Avv. Paolo Rulli,
Partner – Corporate M&A

Avv. Paolo Sersale,
Partner – Corporate M&A

Avv. Prof. Carlo Felice Giampaolino,
Partner e Professore Ordinario di Diritto Commerciale, Università di Roma "Tor Vergata"

Avv. Valentina Russo,
Responsabile K&I – Corporate M&A

Clifford Chance Studio Legale Associato,
Piazzetta M.Bossi, 3, 20121 Milano
Tel: +39 02 80634 1

Via di Villa Sacchetti, 11, 00197 Roma
Tel: +39 06 422 911

www.cliffordchance.com

corrispondevano percentuali di partecipazioni superiori al 90%, fino ad un massimo del 97%, stabilite in modo tale da garantire crescenti controvalori del flottante residuo.

I nuovi criteri

Pur non essendo state modificate le condizioni per l'operatività dell'obbligo di acquisto rispetto alla precedente disciplina (invariate sono infatti rimaste sia la soglia percentuale del 90% sia le modalità tramite le quali tale soglia può essere superata – precedente OPA ovvero acquisti selettivi), Consob ha tuttavia evidenziato la necessità di procedere ad un aggiornamento dei criteri stabiliti con la comunicazione del 2002, in ragione dei significativi cambiamenti subiti dal mercato azionario italiano nel corso degli ultimi anni che hanno determinato una struttura caratterizzata da differenti condizioni di operatività rispetto a quelle vigenti nel 2002.

L'aggiornamento di tali criteri, tuttavia, è stato comunque effettuato tenendo conto dell'obiettivo di assicurare un contemperamento degli interessi degli azionisti di minoranza con l'esigenza di salvaguardare l'efficienza del mercato.

La percentuale massima

La prima modifica ha riguardato la partecipazione massima superiore al 90% determinabile da Consob, ridotta dalla precedente 97% all'attuale 94%. La riduzione si giustifica con la necessità di evitare "interferenze" tra la disciplina dell'obbligo di acquisto in discussione e gli istituti del *sell-out* e *squeeze-out* (previsti rispettivamente dal comma 1 dell'articolo 108 e dall'articolo 111 del TUF), i quali prevedono come condizione per la loro operatività il superamento della soglia percentuale del 95%.

Come evidenziato dall'autorità, infatti, la determinazione di una soglia massima pari al 94% evita di "*alterare la convenienza delle scelte operate dai soggetti interessati in relazione a strategie operative che, sebbene basate su fattispecie giuridiche diverse, possono nella sostanza mirare al raggiungimento del medesimo obiettivo identificabile nell'ottenimento del possesso della totalità delle azioni emesse; in particolare, ove fosse stabilita una soglia uguale o superiore al 95%, si potrebbero creare condizioni a favore di una strategia operativa basata su acquisti selettivi, al fine di superare detta soglia, a discapito dell'alternativa rappresentata dalla promozione di un'offerta pubblica di acquisto, per la quale invece troverebbero applicazione gli istituti dello squeeze out e sell-out.*"

Gli scaglioni di capitalizzazione

L'analisi empirica condotta da Consob ha confermato la correlazione negativa tra capitalizzazione del flottante e indice di illiquidità, in ragione della quale per valori crescenti di capitalizzazione del flottante aumenta la liquidità del titolo cui il flottante si riferisce.

L'autorità ha pertanto validato il criterio di diversi livelli di capitalizzazione crescente in rapporto al flottante residuo, riducendoli tuttavia, in ragione della differente struttura del mercato azionario, a 4 scaglioni cui corrispondono quattro livelli di partecipazione superiore al limite del 90%, in un intervallo compreso tra il 91% ed il 94%, secondo quanto rappresentato nella tabella sottostante.

Classi di capitalizzazione	% di partecipazione	% di flottante
$X \leq 2.800$	90%	10%
$2.800 < X \leq 4.800$	91%	9%
$4.800 < X \leq 9.600$	92%	8%
$9.600 < X \leq 17.500$	93%	7%
$17.500 < X$	94%	6%

Ai fini della tabella, Consob ha specificato come la capitalizzazione delle società è calcolata sulla base della media ponderata delle quotazioni di mercato nei sei mesi precedenti il presupposto alla base del provvedimento di elevazione.

Procedura per la determinazione delle soglie

Confermando quanto già previsto nella comunicazione del 2002, viene stabilito che la società di gestione del mercato segnali a Consob i casi per i quali appare possibile determinare una soglia superiore a quella fissata dall'articolo 108 del TUF, relativamente alle società quotate per le quali, in connessione con il lancio di un'offerta pubblica di acquisto totalitaria o altrimenti (per effetto di acquisti di azioni sul mercato o fuori mercato), possa realizzarsi o si sia realizzata la concentrazione nelle mani di un unico soggetto (o di più soggetti che agiscano di concerto ai sensi dell'articolo 109 del TUF) di una partecipazione superiore al 90%. In particolare, nel caso in cui detta condizione possa verificarsi all'esito di un'offerta pubblica di acquisto, la nuova soglia verrebbe fissata in via preventiva, mentre in tutti gli altri casi verrebbe fissata su iniziativa di Consob ovvero sulla base di segnalazione dell'interessato.

Viene inoltre ribadito che la Commissione potrà in ogni caso tener conto di situazioni eccezionali che, incidendo sulla qualità del flottante, possano inficiare il "regolare andamento delle negoziazioni" e, pertanto, ostino alla determinazione di una soglia superiore al 90% determinata esclusivamente sulla base della sopra citata tabella. Mentre la comunicazione del 2002 si limitava a prevedere che ciò potesse avvenire, ad esempio, in presenza di partecipazioni rilevanti possedute da azionisti diversi da quello di controllo che riducono la percentuale di flottante negoziabile, la Comunicazione esemplifica alcuni casi in cui Consob potrebbe non assumere il provvedimento di innalzamento, quali:

- a) il superamento da parte di un azionista del 90% del capitale tramite acquisti selettivi, ove Consob abbia conoscenza che, oltre al medesimo controllante, siano presenti azionisti con partecipazioni rilevanti, superiori al 2% ovvero soggetti detentori di posizioni lunghe tramite derivati (con liquidazione fisica o per contanti) di ammontare equivalente;
- b) il possibile superamento del 90% per effetto di un'OPA, volontaria od obbligatoria, di prossima realizzazione, ove vi fossero, oltre al controllante, azionisti con partecipazioni rilevanti superiori al 2% che abbiano dichiarato, ovvero è ragionevole attendersi, che non aderiranno all'offerta;
- c) il caso in cui Consob abbia conoscenza che il socio che detiene, ovvero potrebbe detenere, a seguito di un'offerta, una partecipazione superiore al 90% nel capitale azionario, detenga anche ulteriori posizioni lunghe in relazione alle medesime azioni tramite derivati (con liquidazione fisica o per contanti);
- d) il caso in cui Consob abbia conoscenza che soggetti, anche non aderenti a patti parasociali aventi ad oggetto le azioni rilevanti, detentori di partecipazioni e/o di posizioni lunghe sulle azioni, tramite derivati (con liquidazione fisica o per contanti) con riferimento alle medesime, abbiano relazioni qualificate con il socio di controllo (ad es. rapporti rilevanti per le operazioni con parti correlate).

Adeguamento delle soglie

Come nella comunicazione del 2002, anche la Comunicazione ribadisce che, successivamente al primo intervento di modifica della percentuale di partecipazione, nell'ambito della verifica della permanenza di condizioni idonee a garantire un regolare andamento delle negoziazioni, la società di gestione del mercato provvederà ad un controllo ai fini di un eventuale adeguamento ("manutenzione") delle citate soglie.

In relazione alle società per le quali è stato deciso l'innalzamento della soglia si procederà dunque ad una:

1. attività di "manutenzione periodica" delle soglie con cadenza annuale – in luogo della precedente semestrale - da effettuarsi sulla base dei dati di capitalizzazione delle società rilevati dalla società di gestione del mercato al termine di ciascun anno solare;
2. attività di "manutenzione straordinaria" delle soglie al verificarsi di operazioni straordinarie che comportino rilevanti variazioni della capitalizzazione di mercato delle azioni ordinarie dell'emittente, quali ad esempio: aumento o riduzione del capitale, fusioni, scissioni e distribuzione di dividendi straordinari.

Anche in tali casi si terrà conto di situazioni eccezionali che, incidendo sulla qualità del flottante, siano potenzialmente idonee ad inficiare il "regolare andamento delle negoziazioni" e, conseguentemente, rendano necessario un intervento di fissazione di soglie diverse da quelle indicate nella sopra citata tabella.

Per la manutenzione ordinaria, in ogni caso, non è previsto l'adeguamento della soglia mediante l'innalzamento di quella precedentemente disposta. Ciò al fine di tutelare l'interesse del mercato alla esistenza di flottanti con controvalore quanto più possibile elevato, tali da garantire in modo adeguato la regolarità dell'andamento delle negoziazioni.

Nel caso in cui dovesse invece essere decisa una riduzione della soglia precedentemente elevata, l'azionista, detentore della partecipazione superiore alla nuova soglia, non sarà obbligato ad effettuare un'offerta residuale, poiché il superamento del nuovo limite non dipende da un suo attivo comportamento. In tal caso l'azionista non potrà incrementare ulteriormente, in termini percentuali, la propria partecipazione, realizzandosi altrimenti una nuova attestazione di partecipazione superiore al nuovo limite consentito.

Condizioni di operatività della soglia

Per quanto riguarda, infine, la valenza temporale del provvedimento di innalzamento della soglia, la Comunicazione chiarisce che la determinazione per un dato emittente della soglia di partecipazione superiore al 90% è valida ai soli effetti del caso concreto rispetto al quale si sono verificate le condizioni per il relativo innalzamento e, pertanto, esclusivamente nei confronti del soggetto che ha determinato l'operazione a seguito della quale è stato assunto il provvedimento di modifica.

La nuova soglia non potrà pertanto avere rilevanza con riferimento a soggetti diversi ove, in relazione ad eventi cagionati da tali diversi soggetti, trovasse applicazione nuovamente l'art. 108, comma 2, del TUF. Tale irrilevanza, in particolare, potrebbe sussistere:

- i. sia nel caso di mancato superamento del 90% ad esito dell'offerta pubblica di acquisto da parte del soggetto che avesse determinato originariamente gli eventi in relazione ai quali ha fatto seguito l'iniziale provvedimento Consob di elevazione della soglia;
- ii. sia nel caso di successiva riduzione da parte del soggetto indicato al punto i) della partecipazione al di sotto del 90%;
- iii. sia nel caso in cui il soggetto indicato al punto i) mantenga la partecipazione superiore al 90% e minore o uguale a quella più elevata stabilita dalla Consob.

Questa Newsletter ha il solo scopo di fornire informazioni generali e non costituisce un parere legale

www.cliffordchance.com
