Comunicazione n. DEM/1059750 del 2-8-2001

Oggetto: Quesito concernente un'ipotesi di acquisto di azioni proprie al servizio di un piano di ***stock options***

Si fa riferimento alla nota del ... con la quale codesto Studio, per conto delle società *[...società A...]* (...) e *[...società B...],* ha sottoposto alle valutazioni di questa Commissione un quesito concernente un'ipotesi di acquisto di azioni proprie al servizio di un piano di *stock options*.
In particolare, la società *[...società A...]*, che possiede una partecipazione di controllo pari al 30% del capitale ordinario della società quotata *[...società B...]* , ha chiesto di sapere se dia luogo ad obbligo di offerta pubblica di acquisto ai sensi dell'art. 106 del Testo Unico "l'incremento della percentuale di azioni con diritto di voto da essa detenuta - fino a circa il 30,257%", conseguente all'approvazione ed esecuzione da parte di *[...società B...]* di un piano di *stock option* a favore degli amministratori e da eseguirsi mediante l'acquisto di azioni proprie vincolate all'esercizio delle opzioni a favore dei beneficiari.
Il quesito attiene all'incidenza delle azioni proprie sul capitale di riferimento per il calcolo della partecipazione rilevante ai fini della sussistenza dell'obbligo di opa previsto all'articolo 106 del D.Lgs. n. 58/1998 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, che in prosieguo sarà indicato come Tuf).
In proposito, questa Commissione ha già chiarito che gli acquisti di azioni proprie possono essere considerati acquisti a titolo oneroso rilevanti come presupposto per l'obbligo di offerta, in quanto possono comportare un rafforzamento della posizione dell'azionista di controllo, limitando o addirittura escludendo la contendibilità della società. La fattispecie prospettata nel quesito offre ora la possibilità di fornire ulteriori precisazioni rispetto a quanto rappresentato con la precedente comunicazione n. 99043363 del 28 maggio 1999.
E' opportuno premettere che nel Tuf non è dato rinvenire disposizioni espressamente riferibili alla fattispecie in esame, e che, ai fini del superamento della soglia partecipativa oltre la quale sorge l'obbligo di offerta pubblica di acquisto, non sembra possibile sommare le azioni detenute dalla controllante con le azioni proprie della stessa società controllata per dedurne una situazione di concerto rilevante a norma dell'art. 109, comma 1°, lett. *b)*. Tale ultima previsione, infatti, ha evidentemente riguardo al diverso caso in cui una società controllante e la sua controllata detengono entrambe partecipazioni di una terza società; sicché, qualora la somma di tali

partecipazioni superi la soglia a tal fine rilevante, l'una e l'altra sono tenute in solido a promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulle restanti azioni della comune partecipata. E' invece evidente che, quando si tratti non di azioni di una società terza, bensì di azioni proprie direttamente acquistate o detenute dalla stessa controllata, questa non potrebbe certo essere obbligata, in solido con la controllante, a promuovere un'offerta pubblica di acquisto del proprio restante capitale oltre il limite stabilito dall'articolo 2357 c.c.; il che conferma come la fattispecie in questione sia estranea alla figura dell'acquisto di concerto e non trovi un'esplicita disciplina nella richiamata normativa.

Per rispondere al quesito, in difetto di indicazioni testuali dirette o comunque immediatamente desumibili da una specifica disposizione di legge, occorre dunque aver riguardo ai principi generali che ispirano la normativa nel suo complesso ed alle finalità da questa perseguite. Tra tali finalità, come unanimemente riconosciuto, è preminente quella di consentire agli azionisti di vendere le proprie azioni ad un prezzo equo in caso di mutamento dell'assetto di controllo. Coerentemente, gli articoli 105 e 106 del Tuf, nel ricollegare per esigenze di semplificazione l'obbligo di offerta al superamento di una ben determinata soglia partecipativa - quasi in guisa di presunzione di controllo in presenza del superamento di tale soglia - individuano sì nel capitale ordinario il denominatore su cui calcolare l'indicata percentuale partecipativa, ma proprio perché da esso dipende in gran parte il controllo, grazie alla normale corrispondenza tra azioni e diritto di voto nell'assemblea che è chiamata (fra l'altro) a designare gli organi gestori.

Del resto, riferimenti al controllo e al diritto di voto in assemblea sono presenti in diverse norme che disciplinano le offerte pubbliche obbligatorie: ad esempio in materia di esenzioni (art. 106, comma 5) ed in materia di conseguenze del mancato adempimento (art. 110). Ed è del pari immanente nel sistema il principio per cui l'obbligo sorge in capo a colui che abbia determinato, o concorso in modo significativo a determinare, con la propria volontà ed a proprio vantaggio il mutamento degli equilibri di potere in assemblea oltre le suindicate soglie (come tra l'altro indirettamente, ma chiaramente, si desume dall'art. 105, comma 2, dall'art. 106, comma 5, lett. *c*, e dallo stesso già citato art. 109 del Tuf).

In base a tali considerazioni sembra ragionevole concludere che la presenza di azioni proprie rileva, ai fini dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto in capo al socio di maggioranza, soltanto se il conseguente incremento effettivo dell'incidenza percentuale del voto di quel socio in assemblea superi le soglie percentuali previste dall'art. 106 del Tuf. E ciò non solo nel caso in cui il superamento consegua ad

acquisti direttamente operati dal medesimo socio, bensì anche nel caso di acquisto di azioni proprie ad opera della società, sempre che la relativa decisione sia in effetti riconducibile alla volontà del socio maggioritario tesa ad incrementare in tal modo l'incidenza percentuale del proprio voto.
Pertanto, l'acquisto di azioni proprie potrà determinare l'obbligo di offerta pubblica ogni qual volta, a seguito di tale acquisto, il numero di azioni detenute dal controllante, 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 al 30% o ad altra soglia rilevante ai sensi del citato articolo 106.
Nel caso di specie, l'applicazione del suddetto criterio agli acquisti indicati nel quesito comporta il superamento della soglia del 30% da parte della società *[...società A...]*.
Ovviamente, l'obbligo non sussisterebbe nel caso in cui risultasse applicabile l'esenzione per acquisti temporanei prevista dall'art. 49, comma 1, lett. *e)*, del Regolamento Emittenti. Non può invece ritenersi sufficiente ad escludere l'obbligo la privazione volontaria del diritto di voto, ipotizzata nel quesito, "per il numero di azioni (detenute da *[...società A...]*) sufficiente ... mediante deposito vincolato delle stesse presso una fiduciaria con istruzioni irrevocabili, per il tempo necessario, a non effettuare il deposito per l'intervento in assemblea e a non esercitare in alcun modo il diritto di voto". In tal caso infatti il diritto di voto relativo alle azioni in questione sarebbe comunque nella disponibilità del socio titolare delle relative azioni, non derivando la sua temporanea "sterilizzazione" da obblighi normativi.

IL PRESIDENTE
Luigi Spaventa