

# Le partecipazioni rilevanti

L'acquisto delle partecipazioni rilevanti è fondato su due principi:

1. L'opa è obbligatoria quando è trasferita la partecipazione di controllo di una società quotata;
2. L'opa, sia obbligatoria che volontaria, deve svolgersi nel rispetto delle regole di comportamento inderogabilmente fissate per legge.

## Caso in cui l'opa è obbligatoria: l'opa successiva totalitaria

L'opa successiva totalitaria consente agli azionisti di minoranza di società con "titoli" quotati di uscire dalla società a seguito del mutamento dell'azionista di controllo. Per "titoli" si intendono "gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria".

L'attuale disciplina diversifica in parte le soglie di partecipazione che fanno scattare l'obbligo di opa, a seconda delle dimensioni della società bersaglio.

Come regola generale, è tenuto a promuovere un'offerta pubblica di acquisto chiunque venga a detenere, direttamente o indirettamente, una partecipazione superiore al 30% dei titoli che attribuiscono diritto di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina e revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza.

Per le società diverse dalle PMI la soglia del 30% è immodificabile. Per le stesse è stata introdotta anche una seconda soglia: è tenuto a promuovere l'opa chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore al 25% in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata.

Mentre gli statuti delle PMI possono prevedere una soglia diversa, compresa fra il 25 ed il 40%.

L'offerta deve essere promossa entro 20 giorni e deve avere ad oggetto l'acquisto della totalità dei titoli quotati ancora in circolazione (non importa la categoria, tutti).

Il prezzo minimo è fissato per legge, e corrisponde al prezzo più elevato pagato dall'offerente, nei 12 mesi prima, per acquisti di titoli della medesima categoria; se non ne ha acquistati il prezzo è almeno quello medio ponderato di mercato. Il corrispettivo dell'offerta può essere, in tutto in parte, costituito da titoli (cd offerte pubbliche di scambio), ma se questi non sono quotati deve proporre comunque il pagamento in contanti.

Per evitare elusioni, l'obbligo di lanciare l'opa sussiste anche quando la soglia rilevante è superata sommando gli acquisti e le maggiorazioni di voto di persone che agiscono di concerto: soggetti cioè che cooperano tra di loro sulla base di un accordo (anche tacito, nullo o inefficace) volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente.

Vi sono delle presunzioni assolute, cioè si ritiene che in ogni caso siano "persone che agiscono di concerto":

aderenti ad un patto parasociale, anche nullo (sindacati di voto, di blocco ecc); un soggetto, il suo controllante, e le società da esso controllate; società sottoposte a comune controllo; una società e i suoi amministratori, i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, o i direttori generali.

## Opa preventiva facoltativa

Chi intende acquisire il controllo di una società quotata può tuttavia sottrarsi all'obbligo di promuovere l'onerosa opa successiva totalitaria, lanciando un'opa volontaria preventiva che lo porti a detenere una partecipazione superiore alla soglia rilevante.

L'opa preventiva può a sua volta essere totale o parziale.

L'opa preventiva diretta a conseguire tutti i titoli della società bersaglio non è soggetta a condizioni e l'offerente può fissare liberamente il prezzo di acquisto.

Più articolata è la disciplina dell'opa preventiva parziale, che deve avere per oggetto almeno il 60% dei titoli di ciascuna categoria. L'esonero dall'opa successiva deve essere in tal caso autorizzato dalla Consob ed è subordinato ad una duplice condizione:

- a) l'offerente e le persone che agiscono di concerto con lui non devono aver acquistato nell'anno precedente partecipazioni nella società bersaglio in misura superiore all'1%;
- b) l'offerta deve essere condizionata all'approvazione da parte dei soci di minoranza "indipendenti" della società bersaglio (c.d. procedura di whitewash) (cioè i soci che nulla c'entrano con l'offerente).

L'obbligo di opa non sussiste se la partecipazione superiore alla soglia è detenuta a seguito di una offerta pubblica di acquisto o di scambio totalitaria o parziale, fermo restando l'obbligo di acquisto residuale.

Alla Consob è demandato il compito disciplinare gli altri casi in cui il superamento della soglia non comporta obbligo di offerta successiva, come nel caso degli acquisti a titolo gratuito o per successione ereditaria, ovvero nei casi in cui il superamento di soglia abbia carattere temporaneo.

## L'obbligo di acquisto residuale

Oltre al caso di Opa successiva, la legge impone a chi consegue una partecipazione quasi totalitaria in una società quotata di acquistare i titoli ancora in circolazione. Ma, diversamente dal passato, non è necessario che l'obbligato lanci a tal fine un'apposita offerta pubblica di acquisto. Quest'obbligo consente agli azionisti di minoranza di uscire dalla società ad un prezzo equo quando la stessa è in pugno di un predeterminato gruppo di controllo.

Vi sono due casi di obbligo di acquisto residuale:

- a) L'offerente che viene a detenere, a seguito di un'offerta pubblica totalitaria, una partecipazione almeno pari al 95% del capitale rappresentato da titoli (azioni con diritto di voto) della società bersaglio, è tenuto ad acquistare i restanti titoli da chi gliene faccia richiesta.
- b) Chiunque viene a detenere una partecipazione superiore al 90% del capitale rappresentato da titoli quotati della società bersaglio ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli quotati, se non ripristina entro 90 giorni un flottante (parte del capitale sociale in circolazione sul mercato) sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni.

In entrambe le ipotesi, qualora siano emesse più categorie di titoli, l'obbligo di acquisto residuale sussiste soltanto in relazione alle categorie per le quali è stata raggiunta la rispettiva soglia limite. Il corrispettivo viene determinato dalla Consob tenuto conto anche del prezzo di mercato. Trovano inoltre applicazione le regole già viste in tema di acquisti effettuati da persone che agiscono di concerto tra loro.

Chi detiene in seguito al lancio di un'Opa totalitaria, preventiva o successiva, più del 95% del capitale rappresentato da titoli ha diritto di acquistare coattivamente le azioni residue, entro 3 mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'Opa, purché abbia dichiarato nel documento di offerta di volersi avvalere di tale diritto.

La violazione dell'obbligo di promuovere un'Opa o di acquisto residuale è colpita da sanzioni:

- a) il diritto di voto inerente all'intera partecipazione detenuta non può essere esercitato;
- b) I titoli eccedenti le percentuali che fanno scattare l'obbligo di Opa o di acquisto residuale devono essere alienati entro 12 mesi;

Sono previste anche sanzioni pecuniarie.

## Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio

L'offerta pubblica di acquisto (corrispettivo in denaro) o di scambio (corrispettivo costituito da altri strumenti finanziari) è una proposta irrevocabile rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari di prodotti finanziari che ne formano oggetto.

Ogni clausola contraria è nulla.

La durata dell'offerta è concordata con la società di gestione del mercato. L'offerta si svolge sotto il controllo della Consob, alla quale sono riconosciuti ampi poteri di regolamentazione in tema di Opa.

L'offerta pubblica si articola in tre fasi:

1. *Fase preparatoria*: i soggetti che intendono lanciare un'offerta pubblica devono darne comunicazione alla Consob, alla società bersaglio ed al mercato. L'Opa è promossa mediante la presentazione alla Consob del documento di offerta destinata alla pubblicazione. La società bersaglio è obbligata a diffondere un comunicato contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta, che deve essere trasmesso anche alla Consob;
2. *Adesioni all'offerta*: le adesioni sono irrevocabili e possono essere raccolte dall'offerente o dagli intermediari indicati nel documento di offerta, ad esempio banche.

In questa fase è possibile attuare misure difensive:

a) *Passivity Rule*: gli amministratori della società bersaglio devono astenersi dal compiere atti o operazioni che possono contrastare il conseguimento dell'offerta (es. vendere l'azienda, o acquistare le proprie azioni) (ma tale divieto può essere rimosso mediante l'autorizzazione delle misure difensive da parte dell'assemblea). Lo statuto della società bersaglio può derogare, in tutto o in parte, la regola della passività ampliando le possibilità di difesa contro Opa sgradite al gruppo di comando.

b) *Regola di neutralizzazione*: opera solo in quelle società il cui statuto lo prevede. Comporta che, durante l'OPA, non hanno effetto nei confronti dell'offerente eventuali limitazioni statutarie al trasferimento dei titoli e, nelle assemblee chiamate a decidere sull'autorizzazione di atti di contrasto all'OPA, non operano le limitazioni al diritto di voto, previste nello statuto o da patti parasociali. Nella prima assemblea successiva all'OPA non operano le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali, né eventuali diritti speciali previsti dallo statuto in materia di nomina o revoca di amministratori (o dei componenti degli altri organi del sistema dualistico). In quest'ultimo caso l'offerente beneficia della regola della neutralizzazione solo se, in seguito all'OPA, detiene almeno il 75% del capitale con diritto di voto sulla nomina di amministratori e consiglieri di sorveglianza (in tal modo il nuovo gruppo può nominare amministratori di propria fiducia ed eliminare le clausole dello statuto che sono sgradite).

Entrambe sono soggette alla clausola di reciprocità: non operano quando l'OPA è promossa da chi non è soggetto a tali disposizioni. In tal caso una qualsiasi misura difensiva deve essere espressamente autorizzata dall'assemblea (in vista di un'eventuale OPA lanciata in condizioni di non reciprocità) nei 18 mesi anteriori la comunicazione.

c) *Opa concorrente*: un alleato della società bersaglio lancia un'Opa concorrente, così le adesioni alle altre offerte saranno revocabili.

3. *Chiusura dell'offerta*: si ha alla scadenza del termine; se vi sono adesioni inferiori o superiori al quantitativo di titoli richiesto, ogni determinazione al riguardo è rimessa al documento di offerta.