

Client Alert

Latham & Watkins
Corporatae Department

Nuove norme in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio e patti parasociali

Introduzione

E' stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 246 del 22 ottobre 2009 il decreto legislativo n. 146 del 25 settembre 2009 (di seguito il "Decreto Correttivo") che introduce significative modifiche alla disciplina dell'offerta pubblica di acquisto e scambio (l' "Offerta Pubblica"), regolata dal decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito il "TUF")¹.

Le nuove misure sono state adottate in un contesto di modifica della disciplina dell'Offerta Pubblica già avviata lo scorso novembre 2008², con l'eliminazione dell'obbligatorietà della *passivity rule* e della regola di neutralizzazione, nell'ottica di proteggere le società italiane da eventuali scalate ostili favorite dall'eccessivo ribasso delle quotazioni di borsa. Ulteriori misure protezionistiche erano state adottate nel febbraio 2009³ prevedendo l'innalzamento al cinque per cento della soglia che determina l'obbligo di promuovere un'Offerta Pubblica di consolidamento, la modifica della soglia che determina l'obbligo di comunicare le partecipazioni rilevanti in società con alta capitalizzazione e ad azionariato particolarmente diffuso, nonché l'incremento al venti per cento della quantità di azioni proprie acquistabili da società che fanno ricorso al capitale di rischio.⁴

Il Decreto Correttivo corregge parzialmente le suddette misure protezionistiche, ripristinando la *passivity rule* come regola generale, derogabile soltanto in via statutaria.

Il Decreto Correttivo, peraltro, modifica la nozione di partecipazione rilevante ai fini della disciplina dell'Offerta Pubblica, inserendovi, per la prima volta, la detenzione di strumenti finanziari derivati e, al contempo, delega Consob, in accoglimento anche delle indicazioni più volte manifestate dal suo Presidente, a individuare con regolamento i casi nei quali gli strumenti finanziari derivati sono rilevanti ai fini del computo delle soglie di partecipazione previste ai fini dell'Offerta Pubblica obbligatoria.

Nel seguito, inoltre, sono sinteticamente descritte alcune ulteriori importanti modifiche apportate dal Decreto Correttivo alla disciplina dell'Offerta Pubblica e dei patti parasociali di cui all'art. 122 TUF ed, in particolare:

- la modifica della nozione di azione di concerto rilevante ai fini dell'Offerta Pubblica obbligatoria;
- la possibilità di estendere all'Offerta Pubblica avente ad oggetto obbligazioni e altri titoli di debito la disciplina sull'offerta al pubblico di vendita e di sottoscrizione, armonizzata a livello comunitario dalla Direttiva 2003/71/CE;

"E' stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 246 del 22 ottobre 2009 il decreto legislativo n. 146 del 25 settembre 2009 che introduce significative modifiche alla disciplina dell'offerta pubblica di acquisto e scambio."

- la facoltà di Consob di aumentare il prezzo d'offerta nel contesto di un'Offerta Pubblica obbligatoria;
- i diritti e gli obblighi di acquisto di cui agli artt. 108 e 111 del TUF (c.d. *sell out e squeeze out rights*);
- la semplificazione degli obblighi di pubblicità dei patti parasociali previsti dall'art. 122 del TUF; e
- la disciplina delle sanzioni amministrative applicabili in caso di violazione della disciplina sull'Offerta Pubblica.

Nozione di "azione di concerto"

La disciplina dell'Offerta Pubblica obbligatoria e dell'obbligo di acquisto si applica a tutti i soggetti che, agendo di concerto, si trovino a detenere una partecipazione superiore alle soglie rilevanti stabilite dal TUF.

Il Decreto Correttivo è intervenuto in tema di definizione della nozione di "azione di concerto", con l'intento di evitare l'irragionevole estensione della citata disciplina a soggetti che, in effetti, non agiscono di concerto.

La previgente disciplina non forniva, infatti, una nozione generale dell'azione di concerto, limitandosi ad indicare, in via tassativa, cinque circostanze in cui ricorreva una presunzione assoluta (non superabile quindi da prova contraria) di azione di concerto, tra le quali, in particolare, la cooperazione al fine di detenere il controllo della società emittente⁵; tale previsione aveva suscitato numerose perplessità tra gli interpreti dovute principalmente all'insufficiente definizione della fattispecie che rendeva difficile individuare con precisione le situazioni che ne avrebbero integrato gli estremi.

L'indeterminatezza della norma e l'incertezza applicativa che ne derivavano apparivano inoltre in contrasto con la natura assoluta delle presunzioni di azione di concerto in quanto la norma, non ammettendo prova contraria, avrebbe dovuto indicare in via tassativa le ipotesi rilevanti.

In questo contesto, il Decreto Correttivo ha introdotto una definizione generale

di persone che agiscono di concerto, in linea con la disciplina comunitaria⁶, prevedendo al comma 4 dell'articolo 101-*bis* del TUF che per persone che agiscono di concerto si intendono i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare, il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio.⁷

Il Decreto Correttivo ha poi mantenuto sostanzialmente nel nuovo comma 4-*bis* dell'art. 101-*bis* l'elenco delle circostanze in cui si ritiene, con presunzione che non ammette prova contraria, che vi sia un'azione di concerto tra più soggetti, eliminando soltanto l'ipotesi, introdotta peraltro in sede di attuazione della direttiva 2004/25/CE dal d.lgs. 229/2007, di cooperazione tra più soggetti al fine di detenere il controllo della società emittente.

Per ridurre le incertezze e le rigidità determinate nella prassi dalle presunzioni assolute di azione di concerto, il Decreto Correttivo prevede nel nuovo comma 4-*ter* dell'art. 101-*bis* del TUF che, ferme le ipotesi di presunzione assoluta di azione di concerto appena ricordate, Consob dovrà identificare con apposito regolamento: (i) i casi per i quali si presume, salvo prova contraria, l'azione di concerto tra i soggetti coinvolti e (ii) i casi in cui la cooperazione tra più soggetti non configura un'azione di concerto secondo la nuova definizione prevista dal comma 4 dell'art. 101-*bis*.

L'impianto normativo viene quindi radicalmente modificato per effetto del Decreto Correttivo: la previgente disciplina dell'azione di concerto era fondata esclusivamente sull'individuazione di fattispecie specifiche, tassativamente elencate, che non ammettevano prova contraria; la nuova disciplina delinea una nozione generale di azione di concerto, corredata dall'indicazione di fattispecie specifiche, tassativamente elencate, rispetto alle quali continua a valere una presunzione

assoluta di sussistenza dell'azione di concerto, ma a tali fattispecie si accompagna il potere di Consob di individuare con regolamento, da una parte, circostanze ulteriori in cui si presume, con il beneficio però della prova contraria, il concerto e, dall'altra, i casi di cooperazione tra soggetti che non configurano azione di concerto e non rilevano pertanto ai fini della disciplina delle Offerte Pubbliche.

Forse il regolamento potrebbe essere l'occasione utile per chiarire in via generale che non si ritengono attratti nella disciplina delle Offerte Pubbliche i consulenti dell'offerente o le banche che finanziano l'Offerta Pubblica o che si assumono l'impegno di garantire il collocamento dei titoli o di svolgere attività di stabilizzazione sui medesimi.

E' stata inoltre eliminata dai casi di presunzione assoluta di azione di concerto l'ipotesi prevista dalla lettera d) *bis* dell' articolo 122, comma 5, vale a dire la partecipazione a patti in qualunque forma stipulati volti a favorire o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, ivi inclusi gli impegni a non aderire ad un'offerta. La circostanza in esame, peraltro, è già contemplata come fattispecie rilevante ai sensi della definizione di azione di concerto prevista al novellato comma 4, dell'articolo 101-*bis* del TUF cosicché l'effettiva portata pratica della novità dovrà essere valutata alla luce dei regolamenti che Consob adotterà per definire in maggiore dettaglio il perimetro delle presunzioni e delle esenzioni.

Nella prima versione approvata dal Consiglio dei Ministri, il Decreto Correttivo introduceva una significativa novità riguardo alla disciplina applicabile nei casi in cui ricorrano cumulativamente le situazioni che integrano la presunzione assoluta di azione di concerto, eliminando il rischio di cosiddetto "concerto grosso". Per effetto delle proposte modifiche normative, sarebbe stato possibile per i soggetti che, in astratto, possono essere considerati agenti di concerto, dimostrare che non ricorrono i presupposti rilevanti ai fini della

presunzione assoluta di cui al nuovo comma 4 dell'art. 101-*bis* del TUF ovvero la cooperazione al fine di conseguire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente. La proposta di modifica intendeva evitare l'estensione irragionevole dell'ambito soggettivo di operatività della disciplina relativa al concerto.

Un esempio può essere chiarificatore: in base alla disciplina previgente, A, al contempo amministratore della società X e della società Y, sarebbe stato considerato agente di concerto con X e Y. Conseguentemente, qualora A, X ed Y avessero detenuto azioni di un emittente quotato, per effetto dell'acquisto da parte di uno di essi di un numero tale di azioni da far superare, tenuto conto delle azioni detenute da tutti e tre i soggetti, una soglia rilevante ai sensi del TUF, sarebbero stati tutti considerati concertisti, a prescindere dall'effettiva intenzione di acquisire, mantenere o rafforzare il controllo dell'emittente quotato. La prima versione del Decreto Correttivo prevedeva un'espressa e generalizzata possibilità di fornire una prova contraria alla presunzione di azione di concerto. Tale precisazione, eliminata nella versione definitiva del Decreto Correttivo, sarebbe stata, quanto mai opportuna se si considera che le circostanze di concerto possono applicarsi cumulativamente "a cascata" coinvolgendo un significativo numero di soggetti in concreto non agenti di concerto. Occorrerà dunque attendere l'emanazione da parte di Consob dei regolamenti deputati a chiarire in quali ipotesi ricorrono o meno presunzioni relative di azioni di concerto per verificare se il tema del cosiddetto "concerto grosso" è stato superato.

Computo della partecipazione rilevante ai fini dell'Offerta Pubblica

Il Decreto Correttivo ha introdotto nell'art. 105 del TUF, che detta le disposizioni generali sulle Offerte Pubbliche obbligatorie, un nuovo comma 3-*bis* per attribuire a Consob il potere di stabilire con regolamento in

quali ipotesi e secondo quali modalità gli strumenti finanziari derivati sono tenuti in considerazione ai fini del calcolo delle partecipazioni rilevanti ai fini dell'obbligo di lanciare un'Offerta Pubblica obbligatoria. Si tratta di una novità di particolare rilievo che integra la previsione, introdotta in sede di recepimento della Direttiva *Transparency* (direttiva 2004/109/CE), nella disciplina sugli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, che attribuisce del pari a Consob il potere di stabilire i casi in cui la mera detenzione di strumenti finanziari derivati determina obblighi di comunicazione. Entrambe le previsioni risponderebbero all'esigenza, più volte manifestata anche dal Presidente di Consob, di apprestare uno strumento di tutela a fronte dell'elusione degli obblighi informativi relativi agli assetti proprietari e alle disposizioni sull'Offerta Pubblica obbligatoria che possono essere perpetrati mediante sofisticati strumenti finanziari derivati, quali ad esempio gli *equity swaps*, dando origine ai fenomeni di dissociazione tra la titolarità della proprietà economica dello strumento finanziario e la titolarità dei diritti amministrativi, *in primis* il diritto di voto, correlati al medesimo strumento, identificati dalla prassi e dai sempre più numerosi studi come casi di *hidden ownership* e *empty-voting rights*.

Passivity Rule

Il Decreto Correttivo ha accolto le critiche, formulate dal mercato e dalle Commissioni Parlamentari competenti, alle modifiche apportate all'inizio di quest'anno alla disciplina della *passivity rule*. Era infatti diffuso l'auspicio che, una volta superata l'emergenza connessa all'esposizione delle società italiane a scalate ostili, dovuta all'eccessivo ribasso dei corsi di borsa, venisse reintrodotta la norma che impedisce agli amministratori di ostacolare l'Offerta Pubblica in assenza di una specifica approvazione da parte dell'assemblea. La scarsa contendibilità delle società italiane, conseguente anche (ma non solo) all'abrogazione della *passivity rule* avrebbe comportato, secondo i critici dell'abrogazione

dell'obbligatorietà della *passivity rule*, una diminuzione della competitività delle società italiane sul mercato dei capitali.

Il Decreto Correttivo ha reintrodotta la regola generale della *passivity rule*, che tornerà in vigore, solo con effetto a partire dal 1 luglio 2010, nei suoi termini originari, previsti nel 1998 e confermati in sede di prima attuazione della direttiva 2004/25/CE. E' stata anche introdotta la possibilità per le società di derogare in via statutaria alla *passivity rule* prevista dall'art. 104 del TUF: le società che non intendano soggiacere alla *passivity rule* potranno escluderne l'applicazione mediante apposita previsione statutaria da comunicare alla Consob (e alle altre eventuali autorità competenti degli stati membri dell'Unione Europea nei cui mercati regolamentati i titoli siano ammessi alla negoziazione) oltre che al pubblico. Le società esposte al rischio di scalate ostili sono quindi chiamate a compiere una scelta significativa: laddove non introducano alcuna modificazione allo statuto, a decorrere dal 1 luglio 2010 saranno nuovamente soggette alla *passivity rule*.

Prodotti finanziari diversi dai titoli

Il Decreto Correttivo introduce importanti novità in relazione all'Offerta Pubblica avente ad oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria⁹: Consob potrà indicare le ipotesi di inapplicabilità, totali o parziali, della disciplina delle offerte di acquisto e scambio aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli, ove ciò non contrasti con le finalità di tutela degli investitori e di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali di cui all'art. 91 del TUF¹⁰.

Si attribuisce così a Consob il potere di definire in termini generali le operazioni che, non avendo ad oggetto strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto nell'assemblea della società

emittente e che quindi non incidono sul mercato del controllo societario, possono essere esentate dall'applicazione della disciplina che regola l'Offerta Pubblica.

Offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto obbligazioni e altri titoli di debito

La crisi dei mercati finanziari ha evidenziato l'inadeguatezza della normativa italiana in tema di offerte pubbliche di scambio transfrontaliere aventi ad oggetto titoli obbligazionari. Sono stati frequenti, infatti, i casi in cui simili offerte non sono state effettuate in Italia a causa degli oneri connessi alla procedura applicabile ai sensi della previgente normativa.

Peculiarità del nostro ordinamento, infatti, è la riconduzione delle offerte pubbliche di scambio nell'ambito di applicazione della disciplina dell'Offerta Pubblica, anziché, come avviene invece negli altri Paesi europei, nell'ambito della disciplina dell'offerta al pubblico di vendita e sottoscrizione armonizzata a livello europeo con la direttiva 2003/71/CE (la cosiddetta "Direttiva Prospetto")¹¹. Conseguentemente, fino all'intervento correttivo non è stato possibile usufruire, in occasione di offerte di scambio transfrontaliere, del c.d. "passaporto europeo" che permetterebbe di promuovere un'offerta di scambio in Italia secondo le regole previste dalla Direttiva Prospetto e, pertanto, sulla sola base della traduzione della nota di sintesi, ove il prospetto di offerta al pubblico sia autorizzato dall'autorità competente di uno stato membro dell'Unione europea e sia redatto in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale (ad esempio la lingua inglese).

Già Consob era intervenuta recentemente sul tema, dapprima con una comunicazione interpretativa¹², poi modificando l'articolo 37 del Regolamento Emittenti¹³, per prevedere che, in determinate circostanze, sarebbe stato possibile promuovere in Italia un'offerta di scambio, avente ad oggetto titoli obbligazionari, utilizzando

il prospetto redatto per l'offerta al pubblico di vendita e sottoscrizione di strumenti finanziari ai sensi della Direttiva Prospetto, ovvero la traduzione della nota di sintesi dello stesso, debitamente approvata dall'autorità competente del Paese d'origine, previa richiesta a Consob.

Il Decreto Correttivo è intervenuto sul punto, prevedendo che nell'ipotesi di offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto obbligazioni e altri titoli di debito, l'offerente può richiedere a Consob che l'offerta sia soggetta, anche in deroga alle disposizioni che regolano l'Offerta Pubblica, alla disciplina delle offerte al pubblico di vendita e sottoscrizione¹⁴. La nuova disciplina, in particolare, prevede che Consob, entro quindici giorni dalla presentazione della richiesta, accoglie la medesima, ove ciò non contrasti con l'esigenza di tutela degli investitori nonché di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali. Spetterà dunque a Consob, attraverso una procedura snella, valutare le operazioni che le saranno sottoposte di volta in volta e decidere se le stesse possano essere soggette esclusivamente alla disciplina delle offerte al pubblico di vendita e sottoscrizione, con la possibilità di applicare i principi del riconoscimento del prospetto autorizzato in altro paese membro dell'Unione europea.

Nonostante l'intervento correttivo, la disciplina italiana delle offerte di scambio resta peculiare, poiché non se ne prevede un allineamento integrale alla disciplina sull'offerta al pubblico di vendita e di sottoscrizione. Il Decreto Correttivo non è peraltro intervenuto sulla definizione di "offerta pubblica di acquisto e di scambio" prevista dall'art. 1, comma 1, lett. v) del TUF, che delinea anche i casi di esenzione dall'applicazione della disciplina dell'Offerta Pubblica. Tali casi di esenzione non coincidono con quelli previsti per l'esenzione dall'applicazione della disciplina sull'offerta al pubblico di vendita e sottoscrizione previsti dall'art. 100 del TUF in attuazione della Direttiva Prospetto. Potrebbe, pertanto, darsi il caso di un'offerta di

scambio di obbligazioni effettuata in un paese comunitario diverso dall'Italia che ricada nelle esenzioni previste dalla Direttiva Prospetto, ma non anche nelle esenzioni previste dalla disciplina italiana sull'Offerta Pubblica. In tali ipotesi, quindi, l'offerente sarebbe comunque tenuto a pubblicare un documento informativo, approvato da Consob, prima di poter effettuare l'offerta di scambio in Italia. Il Decreto Correttivo risolve e regola le offerte di scambio di obbligazioni e altri titoli di debito effettuate sulla base di un prospetto informativo autorizzato ai sensi della Direttiva Prospetto, ma non disciplina le offerte di scambio effettuate in esenzione ai sensi della Direttiva Prospetto che rimangono comunque soggette alla disciplina dell'Offerta al Pubblico. Anche per favorire la competitività dei mercati italiani, quindi, sarebbe stato opportuno allineare integralmente la disciplina delle offerte di scambio dei prodotti finanziari diversi dai titoli alla disciplina sull'offerta al pubblico di vendita e di sottoscrizione, circoscrivendo la disciplina sull'Offerta Pubblica alle offerte sui titoli strumentali all'acquisizione del controllo di una società quotata, conformemente a quanto peraltro previsto dalla direttiva 2004/25/CE¹⁶.

Alla luce di quanto fin qui descritto, si rileva che le obbligazioni e gli altri titoli di debito, sono sostanzialmente stati oggetto di un duplice intervento; a prescindere dalla possibilità di richiedere per essi l'applicazione delle norme sull'offerta al pubblico di vendita e di sottoscrizione, rientrando nella più ampia nozione di "prodotti finanziari diversi dai titoli", rispetto agli stessi Consob potrebbe prevedere con regolamento e in via generale le ipotesi di esclusione di tutta o parte della disciplina dell'Offerta Pubblica (come descritto nel paragrafo che precede). Occorrerà quindi valutare, alla luce delle disposizioni regolamentari che Consob adotterà in esecuzione del novellato articolo 101-bis, comma 3-bis, del TUF, l'effettiva portata applicativa della disposizione in esame e il coordinamento fra queste diverse disposizioni.

Ambito di applicazione delle norme per l'informazione ai dipendenti

L'articolo 1 del Decreto Correttivo precisa l'ambito di applicazione di alcune norme che disciplinano l'Offerta Pubblica. Il TUF¹⁷ stabilisce i casi in cui gli obblighi di informazione ai dipendenti, la disciplina della *passivity rule*, la *breakthrough rule* e la clausola di reciprocità¹⁸, non sono applicabili. L'effettiva novità introdotta dalla norma in esame è limitata però alle disposizioni in materia di informazione ai dipendenti. In particolare, ai sensi della normativa previgente, non trovavano applicazione gli obblighi di comunicazione ai dipendenti nel caso in cui l'Offerta Pubblica fosse stata promossa da chi dispone individualmente (direttamente o indirettamente) della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria.

La formulazione della norma previgente includeva quindi nell'esenzione le ipotesi in cui l'offerta fosse promossa da chi dispone della maggioranza dei voti anche in virtù di patti parasociali, pur non detenendo individualmente la percentuale dei diritti di voto rilevanti. Con il Decreto Correttivo si chiarisce che l'esenzione opera esclusivamente nei casi in cui il controllante detiene la titolarità (diretta o indiretta, tramite società controllate) della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria.

Offerta Pubblica obbligatoria

L'articolo 2 del Decreto Correttivo modifica l'articolo 106, comma 3, in materia di offerta pubblica di acquisto totalitaria, prevedendo la possibilità per Consob di determinare con regolamento le ipotesi in cui l'obbligo di promuovere un'Offerta Pubblica consegua ad acquisti superiori al cinque per cento da parte di coloro che già detengono il trenta per cento delle azioni che attribuiscono il diritto di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori (o del consiglio di sorveglianza) senza

detenere (verbo che ha sostituito "disporre", previsto dal testo previgente) la maggioranza assoluta dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria.

Per effetto della modifica in esame, il legislatore ha definitivamente chiarito che sarà quindi assoggettabile alla disciplina dell'Offerta Pubblica di consolidamento ogni acquisto effettuato da chi già detenga il trenta per cento delle azioni che attribuiscono il diritto di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori (o del consiglio di sorveglianza) e disponga altresì, per effetto di un patto parasociale, di oltre il 50% dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria.

Prezzo d'offerta

Tra le più significative novità introdotte dal Decreto Correttivo, si segnala l'eliminazione⁹ della facoltà di Consob di imporre il pagamento di un prezzo di offerta più elevato nel caso in cui l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo abbiano posto in essere operazioni volte ad eludere l'obbligo di promuovere un'Offerta Pubblica.

La disposizione abrogata aveva suscitato numerose perplessità poiché sembrava aver introdotto il potere di Consob di incrementare il prezzo dell'Offerta Pubblica obbligatoria a titolo sanzionatorio nel caso di violazioni della disciplina relativa all'Offerta Pubblica obbligatoria riconducibili a ipotesi di collusione, manipolazione dei prezzi di mercato ed elusione della predetta disciplina. La norma pareva peraltro sovrapporsi alle disposizioni previste all'articolo 110 del TUF, che disciplina le sanzioni applicabili in caso di violazione della disciplina dell'Offerta Pubblica obbligatoria.

Per effetto del Decreto Correttivo, il quadro sanzionatorio applicabile ai casi di elusione della disciplina dell'Offerta Pubblica obbligatoria appare quindi chiarito.

Diritti e obblighi di acquisto

Il Decreto Correttivo è intervenuto anche in tema di diritti e obblighi di acquisto connessi al superamento delle soglie del novanta e novantacinque per cento dei titoli dell'emittente. In particolare, in relazione al prezzo da applicare ai casi di obbligo di acquisto dovuto al superamento delle soglie rilevanti ai sensi del TUF, per motivi diversi dal lancio di un'Offerta Pubblica totalitaria, la previgente normativa si limitava a prevedere che Consob avrebbe determinato il prezzo di acquisto tenendo conto del prezzo di mercato dell'ultimo semestre o del corrispettivo dell'eventuale offerta precedente. Al fine di eliminare eventuali dubbi interpretativi riguardo alla data a partire dalla quale decorre il predetto semestre, il Decreto Correttivo ha specificato che "il corrispettivo è determinato da Consob tenuto conto anche del corrispettivo dell'eventuale offerta precedente o del prezzo di mercato del semestre anteriore all'annuncio dell'offerta effettuato ai sensi dell'articolo 102, comma 1 o dell'articolo 114, ovvero antecedente l'acquisto che ha determinato il sorgere dell'obbligo".

Dalla relazione illustrativa al Decreto Correttivo si evince che la modifica ha l'obiettivo di chiarire che:

- a) in caso di superamento della soglia rilevante a seguito di offerta pubblica totalitaria, l'ultimo semestre coincide con i sei mesi anteriori all'annuncio dell'offerta pubblica effettuato ai sensi dell'articolo 102, comma 1 o dell'articolo 114"
- b) in casi di superamento della soglia rilevante a seguito di acquisti, il semestre utile per la determinazione del prezzo è quello antecedente l'acquisto che ha determinato il sorgere dell'obbligo.

Inoltre, il Decreto Correttivo stabilisce che Consob, in caso sorga l'obbligo di acquisto, ha il potere di imporre che il corrispettivo sia integralmente riconosciuto in contanti. Tale potere,

da esercitarsi in conformità a criteri generali che Consob deve stabilire con regolamento, pertanto, non si estende più fino a permettere a Consob di stabilire la proporzione tra contanti e titoli (come consentito dalla normativa previgente).

Infine, il Decreto Correttivo è intervenuto a colmare una lacuna legislativa relativamente alla legge applicabile in tema di obbligo di acquisto nei casi di offerte aventi ad oggetto titoli emessi da una società italiana quotata esclusivamente in altri paesi dell'Unione europea, specificando che l'offerente che - a seguito di Offerta Pubblica totalitaria - detenga una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale, dovrà acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta, laddove l'offerta abbia ad oggetto titoli di società italiane quotate (ossia società con sede legale nel territorio italiano e con titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di uno Stato comunitario). Analoga modifica viene prevista per il diritto di acquistare i titoli residui del promotore di un'offerta pubblica di acquisto totalitaria per effetto del superamento del novantacinque per cento dei titoli della società emittente.

Patti parasociali

Il Decreto Correttivo è intervenuto sulla disciplina dei patti parasociali con l'obiettivo di semplificarne gli adempimenti pubblicitari: i termini per la comunicazione, la pubblicazione ed il deposito dei patti sono tutti uniformati a 5 giorni dalla data di stipula del patto

Sono stati altresì esclusi dagli obblighi di comunicazione, pubblicazione e deposito presso il registro delle imprese²¹ i patti parasociali ai quali siano apportate azioni con diritto di voto in misura inferiore alla soglia del due per cento del capitale.

La norma, pertanto, riduce gli oneri informativi posti a carico di chi conclude accordi parasociali che abbiano ad oggetto una partecipazione esigua, tale da non poter influire in modo sensibile sugli assetti di controllo

delle società emittenti, agevolando così la costituzione di patti tra i soci di minoranza, per l'esercizio dei relativi diritti.

Sanzioni

E' stata abrogata la disposizione che sanzionava gli amministratori, i componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza di società quotate che avessero eseguito operazioni in violazione della *passivity rule*. L'abrogazione è stata disposta coerentemente con il nuovo regime c.d. "opzionale" della *passivity rule*: per effetto della modifica normativa introdotta con il Decreto Correttivo, infatti, la *passivity rule* è derogabile qualora lo statuto della società emittente lo preveda espressamente. Il legislatore ha ritenuto quindi che non si debba sanzionare con un'apposita previsione l'eventuale violazione di un obbligo al quale la legge consente di derogare mediante un'espressa previsione statutaria. Naturalmente ove tale deroga non sia prevista dallo statuto dell'emittente e il *management* ponga in essere misure volte a contrastare un'Offerta Pubblica, troveranno applicazione i principi che regolano la responsabilità degli amministratori verso la società e verso i soci. Gli amministratori infatti sono tenuti non solo ad agire nel pieno rispetto delle disposizioni statutarie ma anche nell'interesse della società. Laddove gli amministratori adottino misure volte a contrastare un'Offerta Pubblica al solo fine di favorire il socio di riferimento, in danno ai soci di minoranza, ne saranno responsabili.

E' stata infine estesa²² la sanzione pecuniaria di importo compreso tra venticinquemila Euro e il corrispettivo complessivamente dovuto dall'offerente alle violazioni della disciplina del comunicato dell'emittente contenuta nell'articolo 103, commi 3 e 3-bis, del TUF, nonché alle violazioni delle disposizioni in materia di obbligo di acquisto di cui all'articolo 108, comma 7, del TUF.

Note

- ¹ Il Decreto Correttivo modifica le disposizioni introdotte al decreto legislativo 19 novembre 2007, n. 229, di attuazione della direttiva 2004/25/CE, concernente le offerte pubbliche di acquisto.
- ² Decreto legge 29 novembre 2008, n. 185, convertito in legge n. 2 del 28 gennaio 2009.
- ³ Decreto legge 10 febbraio 2009, n. 5, convertito in legge n. 33 del 9 aprile 2009.
- ⁴ Si rammenta che le modifiche introdotte dal decreto legge 29 novembre 2008, n. 185 e dal decreto legge n. 5 del 10 febbraio 2009, sono state oggetto del Client Alert n. 873 dello scorso 1 giugno.
- ⁵ Il testo del previgente art. 101-*bis*, comma 4, del TUF era il seguente: "Per persone che agiscono di concerto, si intendono: a) gli aderenti ad un patto, anche nullo, previsto dall'art. 122; b) un soggetto, il suo controllante, e le società da esso controllate; c) le società sottoposte a comune controllo; d) una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza o direttori generali; e) i soggetti che cooperano fra di loro al fine di detenere il controllo della società emittente."
- ⁶ Si rammenta che l'art. 2, comma 1, lettera d), della direttiva 2004/25/CE definisce "persone che agiscono di concerto": persone fisiche o giuridiche che cooperano con l'offerente o la società emittente sulla base di un accordo, sia esso espresso o tacito, verbale o scritto, e volto ad ottenere il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta.
- ⁷ Ai sensi del nuovo art. 101-*bis*, comma 4-*bis*, del TUF "sono, in ogni caso, persone che agiscono di concerto:
- a) gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'art. 122, comma 1 e comma 5, lettera a), b), c) e d);
 - b) un soggetto, il suo controllante e le società da esso controllate;
 - c) le società sottoposte a comune controllo;
 - d) una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza o direttori generali".
- ⁸ L'art. 109, comma 3, del Tuf è stato sostituito dal seguente: "ai fini dell'applicazione del comma 1, le fattispecie di cui all'art. 101-*bis*, comma 4-*bis*, assumono rilievo anche congiuntamente, limitatamente ai soggetti che detengono partecipazioni, salvo che non provino che non ricorrono le condizioni di cui al comma 4 del medesimo articolo".
- ⁹ Art. 101-*bis*, comma 2.
- ¹⁰ Ai sensi dell' art. 101-*bis*, comma 3-*bis*, del TUF, come modificato dall'art. 1, comma 1, lettera b) del Decreto Correttivo.
- ¹¹ Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, che modifica la direttiva 2001/34/CE. La direttiva è stata recepita in Italia, a livello primario, con il d. lgs. n. 51 del 28 marzo 2007; a livello regolamentare, dapprima con la delibera Consob n. 15232 del 29 novembre 2005 e, da ultimo, con la delibera Consob n. 16840 del 19 marzo 2009, che hanno modificato il Regolamento CONSOB in materia di emittenti n. 11971 del 14 maggio 1999 ("Regolamento Emittenti").
- ¹² Si veda la comunicazione Consob n. 9034174 del 16 aprile 2009.
- ¹³ Si veda l'art 37, comma 1-*bis* e comma 1-*ter*, del Regolamento Emittenti n. 11971 del 14 maggio 1999, come modificato con delibera Consob n. 16893 del 14 maggio 2009.
- ¹⁴ Art. 102, comma 4-*bis* del TUF, aggiunto dall'art. 1, comma 2 del Decreto Correttivo.
- ¹⁵ E' questo il caso di un'offerta rivolta esclusivamente ad investitori qualificati ovvero aventi ad oggetto obbligazioni o titoli di debito di valore nominale unitario di almeno 50.000 Euro. In simili fattispecie l'offerta viene effettuata con documenti di offerta non autorizzati dall'autorità locale.
- ¹⁶ Cfr. art. 1 della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto.
- ¹⁷ Articolo 101-*bis*, comma 3, lettera c), del TUF.
- ¹⁸ Tali norme sono previste, rispettivamente, agli artt. 102, commi 2 e 5, 104, 104-*bis* e 104-*ter*.
- ¹⁹ L'art. 2, comma 1, lettera c), del Decreto Correttivo ha abrogato l'art. 106, comma 3, lettera d), numero 3, del TUF. L'art. 106, comma 3, lettera d) così recitava: "l'offerta, previo provvedimento motivato di Consob è promossa ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori e ricorra almeno una delle seguenti circostanze: 1) l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo abbiano pattuito l'acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria, 2) vi sia stata collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e un o più venditori; 3) l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo abbiano posto in essere operazioni volte ad eludere l'obbligo di offerta pubblica di acquisto; 4) vi sia il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione."
- ²⁰ Art. 2, comma 3, del Decreto Correttivo che modifica l'art. 108 del TUF.

²¹ Art. 3, comma 2, lettera b), Decreto Correttivo che aggiunge all'art. 122 del TUF il comma 5-ter.

²² Novellato Articolo 192, comma 1.

Antonio Coletti
+39.02.3046.2061
antonio.coletti@lw.com
Milan

Per qualsiasi chiarimento relativamente al presente *Client Alert*, rivolgetevi ad uno dei professionisti indicati qui di seguito:

Maria Cristina Storchi
+39.02.3046.2044
mariacristina.storchi@lw.com
Milan

Isabella Porchia
+39.02.3046.2078
isabella.porchia@lw.com
Milan

Simona Bormida
+39.02.3046.2048
simona.bormida@lw.com
Milan

Il presente *Client Alert* ha l'obiettivo di fornire informazioni di carattere generale rispetto all'argomento trattato e non deve essere inteso come un parere legale né come una disamina esaustiva di ogni aspetto relativo alla materia oggetto del documento. Si rammenta che per l'applicazione a casi specifici di quanto illustrato nel *Client Alert* sarà necessario richiedere una consulenza specifica che consideri tutte le circostanze del caso concreto. Per qualsiasi richiesta di chiarimenti riguardo all'argomento trattato, siete pregati di contattare il professionista dello studio cui abitualmente vi rivolgete. Un elenco completo dei nostri *Client Alerts* è disponibile all'indirizzo internet www.lw.com

Se desiderate aggiornare i vostri dati o personalizzare le informazioni che ricevete da Latham & Watkins, visitate www.lw.com/LathamMail.aspx.

Abu Dhabi

Amburgo

Barcellona

Bruxelles

Chicago

Doha

Dubai

Francoforte

Hong Kong

Londra

Los Angeles

Madrid

Milano

Mosca

Monaco

New Jersey

New York

Orange County

Parigi

Roma

San Diego

San Francisco

Shanghai

Silicon Valley

Singapore

Tokyo

Washington D. C.