

CAMERA DEI DEPUTATI N. 1540

PROPOSTA DI LEGGE

d'iniziativa del deputato **TURCI**

Modifiche alla legge 18 febbraio 1992, n. 149, in materia di offerte pubbliche di acquisto

Presentata il 27 ottobre 1994

ONOREVOLI COLLEGHI! — Una serie di recenti vicende societarie, innescate — ma non unicamente — dal corrente processo di dismissione delle partecipazioni azionarie pubbliche, ha riportato prepotentemente alla ribalta le problematiche lasciate irrisolte ovvero non adeguatamente fronteggiate dalla legge 18 febbraio 1992, n. 149, che ha introdotto nel nostro Paese (in verità, in ritardo rispetto alle migliori esperienze estere) l'obbligo in determinate circostanze di lanciare l'offerta pubblica in acquisto dei titoli quotati.

Ricordiamo che, all'atto dell'affrettata approvazione del provvedimento nelle ultime ore disponibili della decima legislatura, risultò a tutti chiaro e da tutti (gruppi parlamentari, organi di controllo, mercato) condiviso che esso avrebbe sollecitamente necessitato di correttivi: un

passo, tuttavia, che le particolari vicende dell'undicesima legislatura non hanno consentito di compiere.

Tocca pertanto ora al nuovo Parlamento di effettuare tutti quegli aggiornamenti e quelle integrazioni che l'esperienza del primo biennio di applicazione della legge e l'esempio degli altri Paesi con struttura finanziaria evoluta suggeriscono senza ulteriore ritardo.

Il nostro gruppo parlamentare — che sostiene senza riserve la necessità che il mercato disponga di un'OPA effettivamente funzionante, quale strumento insostituibile fra quelli proponibili per rafforzare la trasparenza e per garantire un'apprezzabile equità di trattamento fra azionisti — assume con il presente articolato la responsabile iniziativa di proporre la quasi completa riscrittura dell'articolo 10 della

legge n. 149, che definisce i casi di obbligatorietà dell'offerta.

Confidiamo che il Tesoro (il cui titolare aveva concordato sull'opportunità di intervenire sulla disciplina dell'OPA nel luglio scorso, in sede di approvazione finale della legge n. 474 sulle privatizzazioni) e la CONSOB (che, evidentemente «scottata» dalla controvertibile vicenda del mancato lancio dell'OPA da parte dei nuclei di comando di COMIT e CREDIT privatizzate, ha dimostrato di recente una particolare sensibilità almeno dialettica sulla materia), unitamente agli altri gruppi parlamentari, vorranno concorrere attivamente alla elaborazione ed alla disponibilità del nuovo ordinamento in tempo utile per la prossima stagione assembleare.

In mancanza di siffatti interventi correttivi, proseguirebbe infatti il *trend* verso la rarefazione di quei passaggi formalizzati del controllo sulle società quotate che rappresentano la condizione «normale» per l'operatività dell'OPA (secondo dati della CONSOB, si sono verificate soltanto due operazioni del genere nel 1992 e tre nel 1993, per una capitalizzazione media dello 0,16 per cento su quella totale di borsa rispetto al quasi 3 per cento medio del decennio precedente!), mentre i trasferimenti — che sicuramente continuano nei fatti a verificarsi — proseguirebbero a rivestire sempre più forme poco o punto «riconoscibili» dalla legge.

Basti considerare che nel biennio si sono avute non più di venti offerte obbligatorie, così suddivise:

n. 2 OPA preventive (acquisto del controllo o, in assenza, della maggioranza relativa);

nessuna OPA incrementale (acquisto di metà delle quote che obbligano all'OPA preventiva);

n. 11 OPA successive (acquisto fuori borsa delle quote che obbligano alle OPA preventiva o incrementale);

n. 7 OPA residuali.

Tralasciando il caso dell'OPA residuale (il cui attuale assetto deve soltanto, per

pacifico consenso, venire completato con l'introduzione dell'obbligo per gli azionisti marginali di vendere), la vigente disciplina delle restanti tipologie di offerta dà spazio alle considerazioni critiche che seguono:

1) Neppure le due uniche OPA preventive verificatesi sono state in realtà delle OPA «classiche» secondo lo schema immaginato dall'originario legislatore, essendosi trattato in un caso della tessera di una riorganizzazione intergruppo e nell'altro caso di un'acquisizione concordata in esito ad una procedura di concordato preventivo.

Meno che mai ha poi inciso il parametro subordinato della «maggioranza relativa», che la CONSOB ha dovuto laboriosamente identificare ai sensi di legge come sussistente in 19 società quotate, ma che è realmente valido solo per tre di esse, in quanto negli altri casi (come afferma la stessa Commissione) «il controllo effettivo appare esercitato da varie forme di coalizione, che per le loro caratteristiche non assumono rilevanza ai fini della individuazione del controllo» (coalizioni familiari, coalizioni non formalizzate, eccetera).

2) La mancata effettività pratica della vigente OPA preventiva trascina ovviamente con sé la nulla incidenza dell'OPA incrementale, che nell'impostazione originaria avrebbe dovuto intervenire nell'ambito della fascia di partecipazione compresa fra il semi-controllo o la semi-maggioranza relativa e il corrispondente «pieno».

3) Sono stati viceversa abbastanza numerosi i casi di OPA successive ad acquisti fuori-borsa di partecipazioni significative; ciò è avvenuto a parziale rimedio, ma al tempo stesso ad ulteriore comprova, della circostanza della tendenziale inapplicabilità pratica dei correnti meccanismi di OPA preventiva e di OPA incrementale.

L'attuale strutturazione dell'obbligo di offerta presenta però una visibile falla, laddove impone senza eccezione di lanciare l'OPA ad un prezzo non inferiore (quindi, corrispondente) a quello pagato per l'acquisto fuori-borsa, per cui nei casi

– riscontrati frequentemente nella pratica – in cui quest'ultimo risulta effettuato a prezzi inferiori e non di rado sensibilmente inferiori, alla corrente quotazione di borsa ne consegue uno scarso o nullo *appel* per gli altri azionisti. Pertanto l'offerta viene di fatto scontatamente lanciata, con il corredo dei relativi costi amministrativi per l'offerta e per la CONSOB e di pubblicazione dei prospetti per l'offerente, a titolo di puro ossequio formale della legge, ma senza possibili effetti sul mercato.

Come precisamente rilevato in proposito dalla stessa CONSOB, « nel caso in cui il pacchetto di controllo transiti al di fuori del mercato, non è possibile verificare la presenza di componenti che non si riflettano sul prezzo ufficiale e che comprendano altri elementi difficilmente quantificabili per il mercato. In tale caso è possibile che i benefici del premio di controllo siano remunerati attraverso forme diverse dal prezzo. In tal modo risulta inficiata la parità di trattamento con gli azionisti minori cui sarà rivolta l'OPA successiva che si basa esclusivamente sul prezzo ufficiale ».

Nella realtà, ci troviamo così verosimilmente in presenza di una serie di comportamenti elusivi della legge sull'OPA, se è vero che studi recenti hanno evidenziato che in ciascuno dei due precedenti decenni all'incirca un terzo delle società quotate ed un quarto della capitalizzazione di borsa avevano cambiato soggetto controllore, quasi sempre attraverso una trattativa prevista che aveva comportato il trasferimento del pacchetto di maggioranza ad un prezzo superiore in media di oltre il 30 per cento rispetto alle quotazioni di borsa.

Alle sopra elencate carenze, proponiamo di ovviare nei termini seguenti:

a) OPA preventiva (articolo 1, lettera a), e articolo 2). L'obbligo di offerta viene « anticipato » al raggiungimento della soglia del 20 per cento del capitale ordinario, ovvero alla soglia minore che consente eventualmente di conseguire – come ovvio, in società aventi il capitale frammentato – il controllo civilistico.

Si è ritenuto preferibile ancorare *ex ante* tale soglia ad un livello piuttosto

contenuto (comunque non lontano da quello predominante negli altri Paesi che hanno adottato consimile soluzione), rispetto alla possibile opzione alternativa di individuarne una più elevata (che non dovrebbe comunque superare il terzo del capitale previsto dalla proposta di direttiva comunitaria), ma per ciò stesso da assoggettarsi necessariamente a riducibilità da parte della CONSOB in rapporto alle specifiche situazioni di frammentazione azionaria, con la conseguenza di ricadere nelle difficoltà incontrate con la legislazione attuale per l'identificazione delle quote di maggioranza relativa.

L'offerta deve inoltre essere lanciata in misura almeno sufficiente a raggiungere la maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria e comunque per un quantitativo minimo, richiamato nell'articolo 18 della legge n. 149 del 1992, che viene contestualmente innalzato dal 10 per cento al 20 per cento.

b) OPA incrementale [articolo 1, lettera e)]. La fattispecie viene soppressa, avendo anche presente che il suddetto abbattimento della quota valevole per l'OPA preventiva rende tanto meno significativo il valore segnaletico delle semi-quote.

c) OPA successiva [articolo 1, lettere f) e g)]. Fermo restando il criterio di determinazione del prezzo, l'offerta viene resa obbligatoria per la totalità delle azioni in circolazione, così da tendere ad evitare (salve le già espresse considerazioni in merito all'effettività dei prezzi praticati fuori-borsa) i ripartiti, assicurando il maggior rispetto possibile del principio dell'equità di trattamento verso tutti gli azionisti.

Viene inoltre consentito che, ove la CONSOB accerti che la transazione fuori-borsa è effettivamente avvenuta ad un prezzo « sensibilmente inferiore » alla quotazione di mercato, la stessa Commissione su richiesta dell'acquirente e dandone notizia al pubblico, sospenda l'obbligo dell'offerta, che verrà comunque automaticamente ripristinato non appena la quotazione di borsa sia discesa al di sotto del prezzo originario dalla transazione per la

decima volta nell'arco del successivo biennio. Tale meccanismo prudenziale dovrebbe dimostrarsi idoneo a contrastare i già richiamati comportamenti elusivi, eliminando al contempo le attuali diseconomie da ottemperanza solo formale.

d) OPA residuale [articolo 1, lettere h) e i)]. Viene introdotto, in contropartita, l'obbligo per gli azionisti « residuali » di vendere, sotto sanzione della perdita del relativo diritto di voto.

Delle restanti parti dell'articolo 1, le lettere b), c) ed f) vanno ad integrare la vigente disciplina in risposta ad esigenze aggiuntive nate dall'esperienza concreta di applicazione della citata legge n. 149, in rapporto principalmente alle recenti vicende delle dismissioni bancarie ed all'intervento consortile dei maggiori istituti di credito, attuato nel primo scorcio del 1994, nel risanamento della società Ferfin.

e) Apporto a patti o accordi di azioni già possedute [articolo 1, lettera b)]. Mutando dall'articolo 8, comma 3, della legge n. 474 sulle privatizzazioni, viene attribuita rilevanza generale all'apporto a patti o accordi fra soci di azioni già possedute (che costituisce fattispecie difficilmente riconoscibile nell'attuale testo), conseguendovi la responsabilità solidale dei partecipanti all'accordo ai fini del lancio della conseguente offerta obbligatoria; viene inoltre stabilito un ragionevole meccanismo per la fissazione del prezzo, anche in rapporto ad acquisti totali o parziali lontani nel tempo.

f) Comportamento concentrato [articolo 1, lettera c)]. Siamo qui in presenza di una dei principali « salti di qualità » di cui la disciplina dell'OPA necessita per mantenersi al passo con i tempi. Ricordando — come nota la CONSOB — che il concetto di controllo delle imprese ad assumere modalità variegata e difficilmente individuabili in una serie di casistiche determinate *a priori*, il « comportamento concertato » fra azionisti « coalizzati di fatto » viene inserita quale ipotesi rilevante per la configurazione dell'obbligo dell'offerta.

Non a caso tale nozione — benché sicuramente controvertibile almeno in qualche

misura — risulta peraltro nota e codificata in tutti i principali ordinamenti esteri ed è prevista negli orientamenti comunitari; è inoltre già inserita, sia pure con una serie di sfortunati condizionamenti che ne hanno impedito l'applicazione per esempio nei casi di COMIT e CREDIT, nell'articolo 8 della legge sulle privatizzazioni.

In nome della certezza del diritto, l'opzione qui prescelta consiste nel demandare alla CONSOB la definizione regolamentare preventiva dei criteri costitutivi della fattispecie, nonché la susseguente declaratoria di sussistenza dell'obbligo di offerta.

È da avvertire che un mancato inserimento di questa nozione nella legge finirebbe con lo svuotare quest'ultima di larga parte del suo stesso significato, giacché i patti o accordi formalizzati (per quanto si volesse o potesse estendere i confini definitivi) verrebbero progressivamente ed inesorabilmente sostituiti, secondo i primi esempi già verificatisi, da « coalizioni non formalizzate » di portata equivalente.

g) Interventi bancari di risanamento aziendale [articolo 1, lettera l)]. Viene codificata la possibilità per la CONSOB di dispensare temporaneamente dall'OPA i consorzi bancari che intervengono — come d'uso, massicciamente — nel capitale delle società quotate che versano in stato di crisi finanziaria ed economico-patrimoniale, nell'ambito di progetti concertati di ristrutturazione rispondenti alle disposizioni della vigilanza creditizia. La Commissione viene in tal modo giustamente sollevata per il futuro delle pur meritorie « acrobazie » interpretative alle quali è stata costretta, nel febbraio scorso, per rendere possibile l'intervento, subordinato all'esonazione dall'obbligo di OPA, del consorzio bancario formato per la Ferfin S.p.A.

La norma — che rappresenta sicuramente un vistoso, per quanto necessitato, strappo alla disciplina generale — è peraltro circondata di quante più possibili precauzioni: oltre alla già ricordata temporaneità tanto dell'intervento dei soci bancari quanto della dispensa dell'OPA, quest'ultima deve essere motivata e resa nota al

pubblico, mentre la CONSOB viene espressamente responsabilizzata a vigilare affinché il diritto di voto sia in ogni momento esercitato dagli istituti di credito nelle forme strettamente funzionali alla finalità esclusiva di realizzare il piano e di recuperare i propri crediti.

Per esaurire i contenuti dell'articolo 1, la lettera *d*) interviene ulteriormente sulla formulazione del comma 4 dell'articolo 10 della legge n. 149, definitorio degli accordi o patti fra soci, che già era stata largamente aggiornata con valenza generale nei mesi scorsi, rispetto all'angusta versione originaria, con i provvedimenti sulle privatizzazioni.

Precisamente, sono stati qui inseriti l'inciso « (patto o accordo) in qualsiasi forma concluso », mutuato dal comma 1 dell'articolo 8 della legge sulle privatizzazioni, e l'estensione dell'area di applicazione della norma anche ai patti o accordi « fra soggetti che controllino direttamente o indirettamente i soci o possano comunque determinare la volontà », ripresa dal disegno di legge (atto Senato n. 862) pre-

sentato nella scorsa legislatura d'iniziativa Visco-Cavazzuti.

L'articolo 3 detta infine le opportune disposizioni transitorie, consentendo un anno di tempo per lanciare le offerte rese eventualmente obbligatorie dalle innovazioni introdotte in senso rigoristico rispetto alla disciplina attuale, ovvero per dismettere (ovviamente con le modalità consentite dall'ordinamento) le partecipazioni condizionanti.

Conclusivamente, non sfugge certo al proponente che ci troviamo di fronte alla delicata necessità di valutare un difficile *trade-off* fra due contrapposte esigenze: garantire la parità di trattamento fra tutti gli azionisti in ambiente di totale trasparenza del mercato; ed evitare di ostacolare con ulteriori vincoli legislativi ed amministrativi i trasferimenti e la contestabilità del controllo societario, nonché la conseguente possibilità del ricambio del *management* aziendale.

Con il presente articolato, riteniamo di avere individuato un corretto punto di equilibrio fra tali esigenze.

PROPOSTA DI LEGGE

ART. 1.

1. All'articolo 10 della legge 18 febbraio 1992, n. 149, sono apportate le seguenti modificazioni:

a) il comma 1 è sostituito dal seguente:

« 1. Chiunque intenda acquisire direttamente o indirettamente, per il tramite di interposta persona o di società fiduciaria ovvero attraverso la partecipazione a patti o accordi di cui al comma 4, almeno il 20 per cento dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria di una società quotata in un mercato regolamentato deve promuovere un'offerta pubblica di acquisto relativamente alle azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria della società, nonchè, ove omessi, ai titoli convertibili in azioni della specie o rappresentativi del diritto di sottoscrivere o acquistare le medesime azioni. L'offerta deve riguardare almeno un ammontare di titoli che consenta di detenere la maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria, fermo restando il quantitativo minimo prescritto dall'articolo 18, comma 1. Le disposizioni del presente comma si applicano anche allorquando la partecipazione che si intende acquisire sia inferiore a quella indicata nel primo periodo, ma tale da attribuire il controllo della società ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile. »;

b) il comma 2 è sostituito dal seguente:

« 2. Se le partecipazioni indicate nel comma 1, sono raggiunte e superate tramite l'apporto di titoli già posseduti in seguito a patti o accordi di cui al comma 4, le relative offerte devono essere promosse solidalmente da tutti i partecipanti ai patti o accordi. I prezzi sono stabiliti dalla CONSOB, tenendo conto della media ponderata dei prezzi degli acquisti effet-

tuati dagli interessati negli ultimi dodici mesi nonchè, per i titoli acquistati anteriormente, della media ponderata delle quotazioni rilevate nei mercati regolamentati nel medesimo arco di tempo. »;

c) il comma 3 è sostituito dal seguente:

« 3. Le disposizioni del comma 1 si applicano anche allorquando nell'assemblea ordinaria della società sia riscontrata l'adozione di un comportamento concertato da parte di tanti soci che detengano complessivamente le partecipazioni ivi indicate. La CONSOB, accertata, in base ai criteri individuati in un apposito regolamento che dovrà essere pubblicato nella *Gazzetta Ufficiale* entro novanta giorni dalla data di entrata in vigore delle presenti disposizioni, l'esistenza del comportamento concertato, ne informa i soci e il pubblico. L'offerta pubblica deve essere promossa, solidalmente da tutti i soci che hanno adottato il comportamento concertato, entro i successivi trenta giorni, ai prezzi stabiliti dalla CONSOB con i medesimi criteri di cui al secondo periodo del comma 2. »;

d) il comma 4 è sostituito dal seguente:

« 4. Qualunque patto o accordo, in qualsiasi forma concluso, tra soci o tra soggetti che controllino direttamente o indirettamente tali soci o possano comunque determinarne la volontà, che comporti per gli aderenti limitazioni o regolamentazioni del diritto di voto, obblighi o facoltà di preventiva consultazione per l'esercizio dello stesso, obblighi circa il trasferimento delle azioni, ovvero qualunque accordo per l'acquisto concertato, deve essere comunicato, a pena di inefficacia, alla CONSOB entro cinque giorni dalla data di stipulazione e reso pubblico, per estratto, mediante annuncio su tre quotidiani a diffusione nazionale, di cui due economici. La CONSOB, con regolamento da pubblicare nella *Gazzetta Ufficiale*, indica le modalità ed i contenuti dell'annuncio. »;

e) il comma 7 è abrogato;

f) il comma 8 è sostituito dal seguente:

« 8. Ove le partecipazioni indicate nel comma 1 siano raggiunte e superate anche tramite acquisti effettuati al di fuori dei mercati regolamentati ovvero tramite l'esercizio di diritti incorporati in titoli convertibili in azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria o rappresentativi del diritto di sottoscrivere o acquistare le medesime azioni, l'interessato deve promuovere, entro i successivi trenta giorni, un'offerta pubblica per la totalità delle azioni della specie, e per un prezzo non inferiore alla media ponderata dei prezzi rispettivamente di acquisto, di conversione o di sottoscrizione. Le disposizioni del presente comma non si applicano allorquando le predette operazioni abbiano riguardato complessivamente, nell'arco dei dodici mesi, un ammontare non superiore al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria. »;

g) dopo il comma 8, è inserito il seguente:

« 8-bis. Con provvedimento motivato da pubblicare nella *Gazzetta Ufficiale*, la CONSOB può, su richiesta dell'acquirente, sospendere l'obbligo di promuovere l'offerta pubblica di cui al comma 8 se gli acquisti sono stati effettuati al di fuori dei mercati regolamentati a prezzi sensibilmente inferiori rispetto a quelli contestualmente praticati nel mercato regolamentato di competenza. La CONSOB verifica la sussistenza di quest'ultima condizione. qualora nel corso del successivo biennio la quotazione nel mercato regolamentato scenda, in almeno dieci riunioni anche non consecutive, al di sotto del prezzo di almeno uno dei predetti acquisti, la sospensione decade e l'acquirente è obbligato a promuovere, entro trenta giorni dalla data in cui si sia verificata tale circostanza, un'offerta pubblica di acquisto per la totalità delle azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria e per un prezzo non inferiore alla quotazione che ha causato il ripristino dell'obbligo. »;

h) al comma 9 è aggiunto, in fine, il seguente periodo: « Gli azionisti ai quali viene rivolta l'offerta hanno l'obbligo di vendere tutti i titoli che ne formano oggetto purché:

a) il corrispettivo unitario offerto non sia inferiore a quello pagato in altra eventuale offerta pubblica promossa in precedenza dall'offerente sui titoli della medesima società;

b) l'offerente controlli, direttamente o indirettamente, tutti i titoli che non costituiscono il flottante;

c) l'offerente lo richieda esplicitamente. »;

i) il primo periodo del comma 10 è sostituito dal seguente: « Il diritto di voto inerente alle azioni acquistate in violazione delle disposizioni del presente articolo ovvero conservate in violazione dell'obbligo di vendita di cui al secondo periodo del comma 9 non può essere esercitato. »;

l) dopo il comma 12, è aggiunto il seguente:

« 12-bis. Con provvedimento motivato da pubblicare nella *Gazzetta Ufficiale*, la CONSOB può dispensare dall'offerta pubblica, per un periodo massimo prestabilito, le banche che intendano acquisire, in via temporanea e concertata, azioni di nuova emissione con diritto di voto nell'assemblea ordinaria di una società di cui al comma 1 con la finalità esclusiva di realizzarne il riequilibrio economico-patrimoniale secondo gli indirizzi contenuti in un progetto di ristrutturazione adottato in conformità alle vigenti disposizioni della vigilanza bancaria e di recuperare i propri crediti. La CONSOB verifica in ogni momento che il diritto di voto sia esercitato nelle forme strettamente funzionali alla predetta finalità. ».

ART. 2.

1. All'articolo 18, comma 1, della legge 18 febbraio 1992, n. 149, le parole: « partecipazione minima del 10 per cento » sono

sostituite dalle seguenti: « partecipazione minima del 20 per cento ».

ART. 3.

1. Le offerte pubbliche di acquisto rese obbligatorie dalle disposizioni della presente legge devono essere promosse entro dodici mesi dalla data della sua entrata in vigore, sempre che le relative condizioni siano ancora sussistenti alla data prevista per l'offerta.

2. Ai fini di cui al comma 1, i soggetti tenuti a promuovere l'offerta devono comunicare alla CONSOB la sussistenza delle condizioni entro il termine di quindici giorni dalla data di entrata in vigore della presente legge.

3. La violazione delle disposizioni del presente articolo è punita a norma dei commi 2 e 3 dell'articolo 29 della legge 18 febbraio 1992, n. 149.