

## **Comunicazione n. 0104577/24 del 14 novembre 2024**

inviata alla [...società A...] e allo studio legale ...

Oggetto: [...società A...] - Nota sull'applicabilità ad un'operazione di annullamento di azioni proprie [...società A...], acquistate in regime di *whitewash*, dell'art. 44-bis, comma 2, del Regolamento n. 11971 del 1999

Si fa riferimento alla nota del [...] trasmessa, nell'interesse e per conto di codesta Società ("...", l'"**Emittente**" o la "**Società**"), dallo Studio Legale [...] ("**Studio Legale**"), con la quale è stato formulato un quesito (il "**Quesito**") in ordine alla non applicabilità della disciplina in tema di Opa obbligatoria, ai sensi dell'art. 106, comma 1, del D.lgs. n. 58/1998 ("**TUF**"), in relazione a una operazione di annullamento di azioni proprie [...società A...] (l'"**Annullamento**") acquistate in regime di *whitewash*, ai sensi dell'art. 44-bis, comma 2, del Regolamento Consob 11971/1999 (il "**Regolamento Emittenti**"). In particolare, nel Quesito è stato chiesto di confermare l'insussistenza in capo al socio [...società B...] ("...") di un obbligo di offerta pubblica totalitaria di cui al citato art. 106, comma 1, del TUF per effetto e a seguito del perfezionamento dell'Annullamento, in virtù dell'applicazione dell'esimente, prevista dal citato art. 44-bis del Regolamento Emittenti (approvazione assembleare mediante meccanismo del *whitewash*) per l'acquisto di azioni proprie, anche alla delibera di annullamento riguardante azioni acquistate secondo il medesimo meccanismo.

### **1. Descrizione della fattispecie**

Come dettagliatamente illustrato nel Quesito, in sintesi, l'Annullamento avrebbe ad oggetto un numero massimo di azioni pari a tutte le azioni proprie acquistate in regime di *whitewash* che la Società deterrà in portafoglio, di volta in volta, in sede di esecuzione della delibera assembleare autorizzativa dell'Annullamento[1], detratte quelle di cui la Società necessita al fine di soddisfare le finalità e gli utilizzi individuati in relazione a detti acquisti[2]. Tale Annullamento verrebbe realizzato senza contestuale riduzione del valore del capitale sociale, ovvero, con redistribuzione della parità contabile implicita tra il minor numero rimanente di azioni.

Riguardo alle modalità esecutive, nel Quesito si rappresenta che l'Annullamento, per la cui concreta esecuzione verrà proposto di conferire opportuna delega al Consiglio di Amministrazione, possa essere eseguito in un'unica soluzione o anche con più atti in via frazionata, entro 18 mesi dalla data della delibera assembleare.

Con riguardo alle motivazioni dell'Annullamento e alle relative finalità, viene rappresentato che [...società A...] ha effettuato alcune valutazioni in merito alle possibili azioni da intraprendere al fine di, da una parte, utilizzare in maniera efficiente le azioni proprie in portafoglio (che potrebbero necessitare di un utilizzo più contenuto rispetto a quanto originariamente previsto) e, dall'altra, valorizzare il proprio titolo, che soffre di una perdurante valutazione molto compressa, garantendo, al contempo, una remunerazione *extra* a beneficio dei propri azionisti.

Il richiedente, pertanto, ritiene che la proposta di Annullamento consentirebbe alla Società di utilizzare parte delle azioni proprie in portafoglio perseguendo l'interesse degli azionisti e, in particolare, di:

- i. favorire la valorizzazione del titolo [...società A...] sul mercato;
- ii. garantire una forma di remunerazione indiretta degli azionisti di [...società A...];
- iii. allineare il numero di azioni in circolazione al numero di diritti di voto esercitabili in assemblea.

In particolare, la riduzione del numero delle azioni in circolazione vedrebbe incrementare il proprio valore unitario e comporterebbe la cristallizzazione dell'incremento dei dividendi a favore degli azionisti (già temporaneamente aumentati a seguito della neutralizzazione dei diritti patrimoniali delle azioni proprie in portafoglio), in linea con le politiche di remunerazione degli azionisti recentemente implementate dalla Società, da ultimo con la distribuzione del dividendo straordinario di gennaio 2024.

Infine, l'Annullamento consentirebbe un allineamento tra il numero di azioni in circolazione e il numero di diritti di voto esercitabili in assemblea, numero *de facto* già ridotto in virtù della sospensione del diritto di voto e dello scomputo delle azioni proprie dalle maggioranze assembleari, rendendo così definitivo l'incremento percentuale dei diritti amministrativi connesso alle azioni detenute dagli azionisti. Ciò comporterebbe, anche formalmente, il superamento della soglia del 30% dei diritti di voto in [...società A...] da parte del socio [...società B...], con conseguente obbligo di comunicazione ai sensi dell'art. 120 del TUF.

### **2. Considerazioni dello Studio Legale**

Le principali argomentazioni fornite nel Quesito al fine di supportare la possibilità di estendere, nella fattispecie in esame, l'applicabilità dell'art. 44-bis del Regolamento Emittenti - che fa riferimento unicamente alla delibera di acquisto di azioni proprie - anche alla delibera di annullamento delle medesime azioni, con conseguente mancato obbligo di Opa in capo a [...società B...], sono le seguenti.

Anzitutto, lo Studio Legale fa presente che "*come evidenziato anche da codesta Spettabile Commissione nel documento di consultazione del 18 febbraio 2011, anche se l'esimente contempla specificamente gli acquisti e non altresì l'annullamento delle azioni proprie in portafoglio, la sua finalità, che si ritiene sussistente anche nel caso di specie, è, in ultima analisi, quella di consentire un bilanciamento tra la necessità di evitare un utilizzo delle azioni proprie in funzione elusiva delle regole in materia di OPA obbligatoria e consentire allo stesso tempo di porre in essere operazioni che soddisfino gli interessi degli azionisti; bilanciamento che si realizza attribuendo agli stessi azionisti tutelati dalla disciplina sull'OPA obbligatoria la scelta se rinunziarvi o meno*".

Inoltre, vengono richiamate le Comunicazioni CONSOB n. 0292347 del 16 febbraio 2022 e n. 0054917 dell'8 giugno 2023 con cui la Commissione si è pronunciata in relazione a operazioni tendenzialmente analoghe. La Commissione ha infatti ritenuto, in tali casi, applicabile la previsione del comma 2 dell'art. 44-bis del Regolamento Emittenti oltreché alle delibere di *buyback* anche alle contestuali delibere di annullamento, escludendo, dunque, l'eventuale obbligo di OPA che sarebbe potuto sorgere in capo ai soci che avrebbero così superato le soglie astrattamente rilevanti a tali fini.

Come riferisce lo Studio Legale, le conclusioni cui era giunta la Commissione in tali precedenti si fondavano su alcuni elementi principali:

- i.** l'operazione era finalizzata a soddisfare l'interesse di tutti gli azionisti mediante il riconoscimento ai medesimi di una remunerazione *extra*;
- ii.** agli azionisti di minoranza era stata fornita piena informativa in merito alle finalità dell'operazione e alle implicazioni derivanti dall'applicazione del meccanismo del *whitewash*;
- iii.** gli azionisti di minoranza, in virtù dell'informativa resa, avevano potuto liberamente valutare se votare a favore delle delibere di acquisto e annullamento, rinunciando in tal caso all'*exit* mediante OPA, oppure votare contro tali delibere, rinunciando all'operazione nel suo complesso (essendo in tale sede le delibere di acquisto e annullamento considerate come un'operazione unitaria);
- iv.** la mancata promozione dell'OPA era stata considerata non lesiva degli interessi degli azionisti di minoranza proprio in ragione dell'applicazione del presidio del *whitewash* assembleare sia alla delibera sull'acquisto che alla connessa delibera di annullamento;
- v.** l'assenza di azionisti di minoranza titolari, da soli o unitamente ad altri azionisti, di una partecipazione superiore al 10% aveva reso particolarmente efficace lo strumento del *whitewash*;
- vi.** la delibera di annullamento non comportava ulteriori modifiche percentuali in termini di diritti di voto e di diritto alla corresponsione degli utili rispetto a quelle già derivanti dai *buyback*.

Nel richiamare le suddette Comunicazioni, lo Studio Legale rileva che, nel caso di [...società A...], le considerazioni alla base della possibilità di applicare l'esimente di cui all'art. 44-*bis*, comma 2, del Regolamento Emittenti anche alla delibera di Annullamento sono riconducibili ad argomentazioni analoghe a quelle già esaminate nei suddetti precedenti, in quanto:

- i.** l'Annullamento, per le modalità tecniche con cui sarebbe realizzato, sarebbe complessivamente finalizzato a garantire in via definitiva una forma di remunerazione indiretta degli azionisti, oltre che a favorire la valorizzazione delle azioni della Società;
- ii.** nella relazione illustrativa sulla proposta di Annullamento verrebbe fornita agli azionisti di minoranza un'ampia informativa:
  - sulle evoluzioni fattuali che hanno condotto la Società a valutare un impiego delle azioni proprie parzialmente diverso da quello originariamente previsto e sulle finalità che si intendono perseguire con la proposta di Annullamento, in modo da creare un quadro informativo completo e coerente con quanto comunicato in precedenza;
  - sull'efficacia esimente dall'OPA obbligatoria derivante dall'approvazione della delibera secondo le maggioranze richieste dal meccanismo del *whitewash*, in ottemperanza a quanto previsto dall'art. 44-*bis*, comma 3, del Regolamento Emittenti;
- iii.** l'Annullamento avrebbe ad oggetto esclusivamente azioni acquistate sulla base di autorizzazioni (già) approvate con il meccanismo del *whitewash*;
- iv.** la medesima proposta di Annullamento sarebbe sottoposta all'approvazione assembleare con il meccanismo del *whitewash*, pertanto la decisione in merito all'effettuazione o meno dell'operazione sarebbe rimessa interamente agli *independent shareholders* (l'efficacia stessa della delibera sarebbe condizionata alla loro approvazione);
- v.** nel caso di [...società A...], il meccanismo del *whitewash* è risultato in passato (e, pertanto, ragionevolmente risulterebbe anche in merito alla proposta di Annullamento) uno strumento particolarmente tutelante, considerata:
  - l'elevata frammentarietà dell'azionariato e l'assenza di azionisti, diversi da [...società B...], che detengano, da soli o in virtù di pattuizioni parasociali, partecipazioni in misura non solo inferiore alla soglia del 10%, rilevante ai fini del *whitewash*, ma altresì inferiore alla più bassa delle soglie rilevanti ai fini degli obblighi di *disclosure* (per [...società A...], il 5%);
  - l'elevato livello di partecipazione degli *independent shareholder* alle assemblee della Società, come risulta dai relativi dati storici;
- vi.** l'Annullamento non comporterebbe variazioni percentuali nelle partecipazioni degli azionisti ulteriori rispetto a quelle già derivanti dalla detenzione delle azioni proprie in portafoglio (tenuto conto delle quali i diritti di voto esercitabili da [...società B...]) risultano già superiori al 30%).

Alla luce di quanto precede, "l'unico elemento fattuale della prospettata operazione divergente rispetto ai precedenti [...] è dato dall'assenza di contestualità tra la proposta di autorizzazione all'acquisto di azioni proprie e quella di annullamento delle medesime". Infatti, nelle operazioni precedenti, le proposte di acquisto e di annullamento venivano presentate in assemblea come tra loro inscindibilmente collegate e l'operazione veniva pertanto sottoposta al voto degli azionisti nella sua unitarietà.

Al proposito, lo Studio Legale argomenta che l'assenza di una tale unitarietà nel caso di specie, ferme le predette considerazioni circa la sussistenza anche nel caso in esame delle motivazioni espresse dalla Commissione nei citati precedenti, "appare meramente riconducibile ad un elemento di natura fattuale/cronologica, ovvero [...società A...] già detiene un numero significativo di azioni proprie (peraltro, acquistate in regime di *whitewash*). Invece, [le società di cui ai precedenti], prima dell'adozione delle relative delibere, non disponevano di un numero di azioni proprie sufficiente affinché l'annullamento potesse effettivamente perseguire le finalità dichiarate".

Pertanto, nel Quesito, si ritiene che "tale differenza temporale non sia tale da disallineare la prospettata operazione dalle precedenti sul piano della ratio, delle finalità e dei presidi a tutela degli azionisti di minoranza i quali, in continuità con le delibere di acquisto delle medesime azioni proprie di cui si chiede l'Annullamento, si vedrebbero prospettare l'alternativa tra la realizzazione di un'operazione a vantaggio della Società e del mercato con rinuncia al possibile exit tramite OPA e il mantenimento dell'attuale situazione" e, dunque, "che la prospettata Operazione sia idonea a beneficiare dell'applicazione estensiva o analogica dell'esimente di cui all'art. 44-*bis*, comma 2, del Regolamento Emittenti, anche all'Annullamento, con

conseguente non applicabilità dell'obbligo di offerta pubblica totalitaria di cui all'art. 106, comma 1, TUF in capo a [...società B...]."

### 3. Considerazioni

In via preliminare, si rileva che:

**i)** in linea generale, il superamento di una soglia OPA derivante dall'acquisto di azioni proprie e dal relativo annullamento sarebbe da considerarsi rilevante ai fini dell'art. 106 del TUF pur in assenza di un acquisto in senso stretto; al riguardo, infatti, si fanno rientrare nella nozione di acquisto ai fini OPA condotte o circostanze che comportino il superamento di una soglia rilevante ed a cui non sia applicabile espressamente una delle specifiche ipotesi di esenzione disciplinate dal medesimo art. 106 del TUF e dal Regolamento Emittenti;

**ii)** l'annullamento delle azioni proprie in portafoglio comporta una modifica statutaria atta a registrare il nuovo numero di azioni votanti emesse e, dunque, una cristallizzazione degli effetti derivanti dal precedente *buyback* azionario; di talché per effetto dell'annullamento sorgerebbero in capo agli azionisti che si dovessero trovare a superare le soglie rilevanti di cui all'art. 117 del Regolamento Emittenti gli obblighi di comunicazione di cui all'art. 120 del TUF; nel caso di specie, tale obbligo sorgerebbe in capo all'azionista [...società B...], in conseguenza del superamento della soglia del 30% del capitale sociale della Società;

**iii)** la lettera della norma regolamentare prevede l'applicabilità del meccanismo del *whitewash* assembleare con efficacia esimente rispetto ad eventuali obblighi di OPA unicamente in relazione all'acquisto di azioni proprie.

Si evidenzia che nei richiamati precedenti sottoposti all'attenzione della Commissione l'operazione di acquisto e annullamento veniva proposta dai Consigli di Amministrazione contestualmente, con il precipuo fine di realizzare una maggior remunerazione degli azionisti in conformità a quanto previsto dai relativi piani industriali.

Con riferimento al caso di specie, si rileva, *inter alia*, che, diversamente dai precedenti menzionati, nel caso ora in esame l'oggetto del Quesito è l'applicabilità dell'art. 44-bis, comma 2, del Regolamento Emittenti ad una delibera autonoma avente ad oggetto il solo annullamento delle azioni proprie - essendo stati già approvati i *buyback* rilevanti di azioni [...società A...] secondo il regime di *whitewash* e quindi con efficacia esimente dagli obblighi di OPA in capo all'azionista [...società B...].

#### 3.1. Considerazioni in ordine all'applicabilità dell'art. 44-bis comma 2 del Regolamento Emittenti

La fattispecie in oggetto appare assimilabile ai suddetti precedenti analizzati dalla Commissione.

In particolare, come rappresentato nelle Comunicazioni CONSOB sopra richiamate, la *ratio* sottesa alla norma di cui all'art. 44-bis, comma 2, del Regolamento Emittenti è quella di neutralizzare gli acquisti di azioni proprie ai fini della loro rilevanza per il superamento di soglie OPA - superamento derivante dalla variazione del capitale posto al denominatore - ove tali acquisti siano deliberati "anche con il voto favorevole della maggioranza" degli *independent shareholders* presenti in assemblea; ciò al fine di consentire agli azionisti di minoranza, ossia ai medesimi soggetti che sarebbero oblati in caso di OPA, la possibilità di esprimersi in ordine all'operazione da approvarsi avendo cognizione - tramite l'informativa resa nelle relazioni redatte ex art. 125-ter del TUF - delle conseguenze del proprio voto favorevole in termini di mancata OPA.

Nel caso di specie, le azioni proprie oggetto del prospettato Annullamento saranno quelle acquistate a partire dal 2021 in forza di autorizzazioni già approvate in sede assembleare con il meccanismo del *whitewash*, con approvazione da parte di una larga maggioranza di azionisti di minoranza.

Con riferimento alle azioni proprie così acquisite, si sono dunque già verificati i presupposti per l'applicabilità dell'art. 44-bis comma 2 del Regolamento Emittenti - che, come evidenziato, nella versione ad oggi vigente fa unicamente riferimento alla delibera di acquisto di azioni.

Esaminando la fattispecie oggetto del Quesito da un punto di vista sostanziale, si ritiene di poter confermare l'applicabilità dell'esimente da c.d. *whitewash* anche all'Annullamento delle azioni proprie acquistate, per ragioni analoghe a quelle esaminate nei precedenti casi menzionati, ovverosia in virtù delle comuni e specifiche finalità tra cui quelle di consentire una remunerazione *extra* a favore di tutti gli azionisti in linea con le politiche di remunerazione prospettate dalla società cristallizzando tale maggior remunerazione proprio mediante l'Annullamento delle azioni acquistate.

Infatti, nonostante l'assenza della contestualità tra la proposta di autorizzazione all'acquisto di azioni proprie e quella di annullamento delle medesime -, si ritengono sussistenti, anche nella fattispecie qui in esame, i medesimi presupposti che hanno reso applicabile l'art. 44-bis comma 2 del Regolamento Emittenti all'annullamento delle azioni nei due precedenti citati. Inoltre anche le motivazioni economiche indicate nel Quesito sottostanti all'Annullamento lasciano ritenere che la suddetta proposta non rappresenti una operazione elusiva volta all'accrescimento della partecipazione di un socio (il quale peraltro, come detto, già detiene una partecipazione superiore alla soglia OPA in termini di diritti di voto per effetto degli acquisti di azioni proprie in regime di *whitewash*).

Dal punto di vista sostanziale, pertanto, nel caso di specie, l'assenza dell'elemento della contestualità tra la proposta di autorizzazione all'acquisto di azioni proprie e quella di annullamento delle medesime non incide sui presupposti che hanno portato a ritenere applicabile la norma citata anche all'annullamento delle azioni proprie.

### 4. Conclusioni

Sulla base di quanto rappresentato e considerato si ritiene di poter confermare che l'annullamento delle azioni proprie ove deliberato con il meccanismo del *whitewash* (previa informativa completa e corretta ai soci, ai sensi di legge), con formale superamento della soglia del 30% da parte di [...società B...] (e conseguente cristallizzazione dei diritti di voto in capo ad essa), non comporterà il sorgere di obblighi di OPA totalitaria in capo al medesimo azionista ed ai relativi controllanti

Da ultimo, si evidenzia che le considerazioni sopra esposte e relative conclusioni si basano sulla documentazione agli atti ed agli elementi noti a tale data, e che la Consob si riserva di analizzare e valutare, ai fini dell'applicabilità della disciplina OPA, ogni eventuale modifica e/o integrazione dell'operazione descritta nel Quesito.

IL PRESIDENTE  
Paolo Savona

---

[1] Incluse anche quelle derivanti dall'autorizzazione assembleare del ... e non ancora eventualmente acquistate alla data della delibera assembleare di Annullamento e, pertanto, pari nel massimo al 20% del capitale di [...società A...].

[2] Come riportato nel Quesito, le relazioni illustrative prevedevano un ampio ventaglio di finalità cui gli acquisti e/o gli atti di disposizione delle azioni proprie potevano essere diretti, tra cui i) la realizzazione, direttamente o tramite intermediari, di eventuali operazioni di investimento, anche per contenere movimenti anomali delle quotazioni, per regolarizzare l'andamento delle negoziazioni e dei corsi e per sostenere sul mercato la liquidità del titolo; ii) la costituzione di c.d. "magazzino titoli"; iii) l'impiego a servizio di piani di compensi e incentivazione basati su strumenti finanziari riservati agli amministratori e ai dipendenti della Società nonché di programmi di assegnazione gratuita di azioni agli azionisti. In particolare, in coerenza con tali finalità, le azioni proprie acquistate sono state e potrebbero essere utilizzate nell'ambito i) dello *stock option plan* 2019-2022; ii) del piano di *performance shares* 2022-2026; iii) del piano di *performance shares* 2024-2026; iv) dell'operazione di investimento in [...società C...] (annunciata al mercato in data [...] e confermata in data 2 aprile 2024 a seguito della sottoscrizione del contratto di investimento vincolante).